

UNIVERSIDAD DE PANAMÁ
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS



"ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL "

POR:
GUILLERMO SANTAMARÍA V.

Tesis presentada en cumplimiento de los requisitos exigidos para optar por
el Grado de Maestría en Administración de Empresas con Especialización
de Finanzas.

TH

18 MAR 2002

DEDICATORIA

Este esfuerzo va dedicado a toda mi familia (Leonidas, Conchita), en especial a mi esposa e hija. Y a ti querido, hijo, Guillermo (q.e.p.d.) que me acompañaste a las primeras tramitaciones de la carrera que hoy culmino.

cks del autor

4895

AGRADECIMIENTO

Agradezco de sobremanera al profesor Hernán Hernández por su colaboración. Aprovecho la oportunidad para hacer extensivo este sentimiento al Lic. Manuel Brea de la Bolsa de Valores de Panamá. A mi colega Magdalena Sánchez y al vecino y amigo Arq. Rodolfo Muñoz por su colaboración desinteresada.

ÍNDICE GENERAL

Página

Resumen en español	
Resumen en inglés (Summary)	
Introducción	

PRIMER CAPÍTULO ANTECEDENTES

A. LA EMPRESA UN SISTEMA	6
1. El sistema interno de la empresa	8
2. Función financiera de la empresa	17

SEGUNDO CAPÍTULO LA EMPRESA Y EL SISTEMA FINANCIERO

A. LA EMPRESA Y EL SISTEMA FINANCIERO	39
B. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	45
1. Funciones de los intermediarios financieros	46
2. Mercados financieros	46
C. BOLSA DE VALORES	49
Funciones de los mercados bursátiles	54
2. Análisis de la Bolsa de Valores en Panamá	56
3. Normativa Legal del mercado de valores en Panamá	61
4. Objetivos	63
5. Estructura de la Ley	64

TERCER CAPÍTULO IMPORTANCIA DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS

A. POR QUÉ ADMINISTRAR LOS RIESGOS FINANCIEROS	71
B. REINGENIERÍA E INNOVACIÓN FINANCIERA	75
C. CARACTERÍSTICA DE LA INNOVACIÓN FINANCIERA	77
DERIVADOS FINANCIEROS	84
E. TIPOS DE RIESGOS	88
F. FORWARD	88
G. FUTUROS	88
H. PERMUTAS O SWAPS	92
I. LAS OPCIONES	97
J. GESTIÓN DEL RIESGO	100
K. LA COBERTURA DE RIESGOS POR INTERMEDIO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS	104

L. LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS	118
M. DERIVADOS FINANCIEROS EN PANAMÁ	120

CUARTO CAPÍTULO ORGANIZACIÓN, CONTROL Y SEGUIMIENTO DE LAS OPERACIONES SOBRE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.

A. ORGANIZACIÓN	122
B. CONTROL INTERNO	130

QUINTO CAPÍTULO ¿ POR QUÉ LA CREACIÓN DE VALOR?

A. LA CREACIÓN DE VALOR COMO INSTRUMENTO DE GESTIÓN	164
B. CÓMO MEDIR LA CREACIÓN DE VALOR	167
C. GENERADORES ECONÓMICOS FINANCIEROS	173
D. CÓMO OBTENER LAS BETAS DE LAS EMPRESAS	178

SEXTO CAPÍTULO METODOLOGÍA DE APLICACIÓN.

CONCLUSIONES	198
RECOMENDACIONES	173
BIBLIOGRAFÍA	206
ANEXOS	209

INDICE DE CUADROS

Nº	TÍTULO	Página
1.	Perfil de las actividades realizadas	57
2	Volumen de transacciones por título	59
3	Evolución trimestral del índice general	62
4	Jerarquía de las respuestas	187
5	Indicadores financieros	188

INDICE DE FIGURAS

Nº	TÍTULO	Página
1	El sistema empresa	9
2	La hipótesis económica	12
3	Objetivos de la empresa	16
4	Cuestiones genéricas	19
	Interacciones de las decisiones financieras	21
6	Efecto Luschmann-Ruchtut	23
7	Relación entre inversión, financiación y dimensión de la empresa	28
8	Características	33
9	Valores	35
10	Canalización del ahorro hacia la inversión	40
11	Unidades económicas y sistema financiero	42
12	Mercados financieros: intermediados-desintermediados	44
13	Mercado financiero	48
14	Perfil de riesgo	69
15	El proceso de la administración del riesgo	71
16	Futuros	82
17	Función de la cámara de compensación.	89
18	Esquemas de pagos	105
19	Flujos de contratos de futuros	107
20	Componentes del control interno.	132

Nº	TÍTULO	Página
21	El control interno y el proceso administrativo	137
22	Aspectos claves del proceso de administración de riesgo	146
23	Aspectos claves de control del uso de derivados	148
24	Micro y macroimpulsores de valor	169
25	Determinantes del valor de la empresa	1183

INDICE DE TABLAS

Nº	TÍTULO	Página
1	Análisis del marco legal que regula el establecimiento de la bolsa	50
2	Organizaciones autorreguladas	52
3	Listado de empresas que conforman el índice de la bolsa	59
4	Decreto-Ley No.1 de 8 de julio de 1999	64
5	Riesgos de la empresa	71
6	Evolución de las herramientas de administración de riesgos	75
7	Diferencias principales entre contratación y mercados de futuros	91
8	Pérdidas corporativas atribuidas a los derivados	123

RESUMEN EN ESPAÑOL

Antes de estudiar la administración de riesgos financieros, es aconsejable estudiar la empresa como sistema, para que de esta forma contar con una mejor visual de su composición. Esa óptica nos permite inferir que ella, la empresa tendrá que recurrir en su momento a un sistema externo, denominado **financiero** en donde dada su situación financiera podrá colocar los recursos monetarios excedentarios o en su defecto recurrir a éste para hacerse de recursos líquidos para apalancar su crecimiento.

En ese mercado financiero aparecen unos entes que se encargan de mediar entre los sujetos económicos con excedentes y aquellos con requerimientos de recursos monetarios. A estos se le llaman intermediarios financieros. En el caso de la presente investigación se circunscribirá a la Bolsa de Valores de Panamá. Con este fin se describe su comportamiento en los años de su existencia en cuanto a movimiento, sus funciones y muy en especial su marco legal.

El marco legal del mercado bursátil tiene mucha importancia dada la connotación del mercado de valores y mucho más que recién se estrena el Decreto-Ley N0.1 de 8 de julio de 1999 que moderniza el sector e inserta la posible utilización de los derivados financieros como elementos de cobertura.

La administración de riesgos tiene su razón de ser, en vista que pueden ser elementos de competitividad y por ende de creación de valor. De igual forma, al hablar de

administrar los riesgos, es sinónimo de gestionarlo o dicho de otra manera de tomar posición frente a ellos, pero de una forma activa. La postura activa involucra en primera instancia determinar el perfil del riesgo que se quiere mitigar.

Los riesgos, una vez, determinados, se pueden cubrir por medios de los llamados derivados financieros, que existen varios, los cuales son tratados en extenso en el presente trabajo investigativo. Pero hay que hacer una salvedad, que la utilización de los derivados financieros, que por ser muy apalancados, ellos traen detrás de sí otros riesgos en cuanto a su utilización. Por tal motivo hay que controlarlos y ese es el fin del capítulo cuarto.

Toda este recorrido investigativo, para con la administración de riesgo, tiene una "raison de être", que no es más que la creación de valor para el accionista y con ese norte se ha elaborado el capítulo quinto. Aquí se trata de los generadores de valor, la medición de valor creado, pero teniendo en cuenta la beta de mercado. Para el cálculo de la referida beta de mercado se tomaron en cuenta las oscilaciones del índice de la Bolsa de Valores de Panamá y de las variaciones del precio de las acciones que le conforman hasta finales de 1999.

Con la presente metodología descrita, se demuestra que la hipótesis de trabajo planteadas no se validan en la praxis, durante el bienio 1998/1999.

SUMMARY

Before studying the administration of financial risks it is advisable to study the enterprise as a system, this for the ends of having a better visual of its composition.

This optic will allow us to conclude that the enterprise will have to resort, in time, to an external system called financial in which, given its financial situation it could allocate the surplus of monetary resources or, it could also turn to it in order to attain net resources to secure its growth.

In this financial market, there are some entities that are responsible for mediating between economic subjects with surpluses and those with requirement of monetary resources. These entities are known as financial intermediaries. The present investigation will be restricted to one of them, The Panama Stock Exchange. With this in mind there a description of its behaviour throughout its years of existence in so far as movement, its function, and especially its legal frame , are concerned.

The legal frame of the exchange market is very important given the connotation of the stock market and, further more, the recently enacted Law-Decree No.1 of july 8th 1999 which modernizes the sector and inserts the possible utilization of financial derivates as coverage elements.

The administration of risks has a reason to be, in view of the fact that they can be elements of competition and thus, of the creation of value. Likewise, when talking about administrating the risks, it is synonym of managing it or, in other words, taking an active position regarding them. The active posture implies that it is necessary to determine the profile of the risk one wishes to mitigate.

Once the risks are determined they can be covered by the so called financial derivatives, which will be dealt with in detail throughout this investigation. It is, however, important to underline that the application of financial derivatives is linked to inherent risks in so far as its utilization is concerned for this reason they are to be controlled. This being to goal of chapter four.

All this investigate run, regarding the administration of risks has a "raison de etre", that being , the creation of value for the shareholder and with this in mind we have utilized chapter five. In it we will be dealing with value generators and created value measuring, always bearing in mind the market lode. In order to estimate the market lode, we took in to account the oscillations of the index of the stock market in Panama as well as the variation in price, of stocks, up to end of 1999.

With the presently described methodology, it is demonstrated that the suggested work hypothesis was not validated in praxis during the 1998/99 biennium.

INTRODUCCIÓN

La administración de riesgos financieros se ha convertido en la actualidad en una exigencia de la gerencia moderna. Esto es debido que desde hacen tres décadas para acá, desde que en 1970, el gobierno de los EEUU abandona el patrón oro, proclamado a mediados del siglo pasado como el Convenio de Bretón Woods. Años más tarde con la Guerra del Golfo, comienza a subir, luego a escasear nuestra fuente de energía: el petróleo.

El efecto conjugado de ambos fenómenos, hace oscilar los precios de las materias primas, el costo de capital (tasa de interés), así como la paridad cambiaria. Todo esto lleva a la empresa a sumergirse en un entorno financiero cada día más lleno de incertidumbre, riesgo que se refleja en un término: volatilidad.

Ante esa volatilidad, se puede optar por asumirla, o tal vez gestionarla. En esta segunda decisión es que descansa el presente trabajo de investigación, ya que se parte de la hipótesis que la administración de los riesgos financieros es un impulsor de valor, pero trasladado a las empresas (14) que forman parte del índice de la Bolsa de Valores de Panamá. Para validar la presente aseveración se realizó una encuesta, que es parte del anexo N0.1.

Previo a la encuesta, se trazó el trabajo de investigación en seis partes o capítulos, teniendo cada uno de ellos un objetivo específico, que coadyuvara al objetivo general: la administración de riesgos financieros como impulsor de valor.

De manera breve se detalla a continuación el alcance de los seis capítulos :

- Primer capítulo; se estudia la característica de la empresa, su conformación en elementos, así como sus subsistemas.
- Segundo capítulo, Se constata la empresa al momento de poner a disposición fondos o captarlos del mercado financiero, la importancia de la Bolsa de Valores. Y lo más importante su normativa legal.
- Tercer capítulo, se detalla la importancia de la gestión de los riesgos financieros, tipos, manera de realizar las coberturas y lo más interesante los riesgos derivados de la utilización de las protecciones financieras.
- Cuarto capítulo, al utilizar las coberturas, se presentan riesgos de diferentes índole, tomando en cuenta que son elementos sumamente apalancados, que hacen necesario la puesta en marcha de todo un sistema de control.
- Quinto capítulo, se presenta cómo es que la administración de riesgos financieros es un impulsor de valor. También presentan ecuaciones que permitirán cuantificar según sea el caso se hay creación de valor (V_c), como también el cálculo de la rentabilidad esperada de los accionistas (R_a).

La metodología de cálculo de los parámetros delineados, en el marco teórico, como también en la encuesta, que se constituyen en elementos para validar la hipótesis vertida; se estudian en el sexto capítulo.

De las (4) empresas que utilizan derivados financieros, a la luz de la creación de valor para el bienio 1998/99, invalidan nuestra hipótesis. Dicha invalidación estriba que todas cuatro no crean valor sino más bien lo destruyen. Pero si ampliamos el horizonte de análisis al trienio 1997/99, la Empresa General de Inversiones da la cara a nuestra presuposición, ya que para ese periodo crea valor por el orden de B/. 2.67 por acción.

Un aspecto interesante que merece resaltarse es que cuando nos iniciamos en la investigación en ciernes, la bibliografía existente era exigua y la que había era en inglés. En la actualidad vemos con satisfacción que cada día aparece más literatura sobre la presente temática, en nuestro idioma materno.

Por último con el aumento de la desintermediación bancaria, que se refleja en el uso más común de la Bolsa de Valores, como punto para disponer o captar fondos, requiere de personal más capacitado. También esto se extiende a los inversores que requerirán más información por parte de las empresas ávidas de fondos. Esta situación será más interesante dentro de dos años, cuando las empresas Administradoras de Inversión del SIACAP, entren a competir entre sí, ofreciendo más rendimiento a los partícipes de dichos fondos.

Los participantes de los fondos del SIACAP, tendrán que estar consciente que al exigir más rendimiento, tendrán que soportar más riesgos, de igual forma será de uso diario el léxico de la Beta de Mercado, Riesgo sistemático, Rendimiento del accionista etc. Lo anterior no soslaya el cálculo del valor en riesgo de los portafolios por parte de los fondos mutuos.

Paralelamente se harán más importante en el escenario bursátil, los inversionistas institucionales, demandándole a los ejecutivos de las empresas en donde invierten, la creación de valor. Esa reclamación llevará inexorablemente a los empresarios modernos del suelo patrio a la utilización de derivados financieros, como cobertura o protección, ya que de no hacerlo, será una actitud suicida, o en peor de los casos: prevaricato.

PRIMER CAPÍTULO
ANTECEDENTES

A. LA EMPRESA UN SISTEMA

Para estudiar con detenimiento la administración de los riesgos financieros de índole empresarial, es conveniente, en primera instancia estudiar la empresa en su contexto sistémico, para luego ir decantándolo en subsistemas. De esa forma se podrá apreciar en toda su magnitud el funcionamiento de la empresa y sus métodos de gestión.

La aparición de la empresa se debe fundamentalmente, a los siguientes motivos:

- El descubrimiento de las ventajas derivadas de la división del trabajo, esto es, la reducción de costos y la mayor calidad de las tareas a consecuencia de la especialización.
- La introducción de máquinas en las empresas tras la Revolución Industrial, lo cual exigió a éstas mayores recursos financieros, mayor dimensión física de la factoría. (Fernández, M. (1992)).

Con la combinatoria de ambos hechos se va desdibujando aquellos individuos, que aportan, el capital los que gestionan las tareas de la empresa, separándolos entre los que dedican a las actividades productivas y los que se encargan de las tareas de coordinación y control del proceso productivo. Dada la imposibilidad que un solo individuo pudiese aportar la totalidad del capital requerido para emprender dicha tarea colosal, van apareciendo diversas formas jurídicas para regular el contrato de asociación. Con esta reunión se diluye en parte el riesgo asumidos por los dueños.

Merece la atención, ahora la de describir, aquella unidad económica, en donde se dan esa combinatoria factorial (recursos naturales, trabajo, capital y el factor

empresarial). Por lo tanto se puede describir la empresa con las características que se describen a continuación, (Bueno y Cañibano 1976 En: Aguirre, (1995)):

- Ser una unidad de producción en su sentido más amplio, por lo que también puede decirse que es una unidad económica de gestión.
- Ser una acción planeada por la mente humana, en este caso por el empresario.
- Perseguir determinados fines gracias al planteamientos de objetivos concretos, como el crecimiento, el lucro, la mejora en la producción de bienes y servicios y el dominio sobre la competencia en el mercado.
- Ser una unidad organizada o conjunto de factores ordenados, es decir, estar dotada de una cierta estructura de organización.
- Ser una actividad que implica un riesgo, tanto económico, por los compromisos adquiridos con el capital invertido, como técnico, por la consecución de unos objetivos; y moral, por la incidencia de los intereses y deseos del grupo humano.

Simplificando los puntos, se puede alegar que la empresa es una triada: unidad de decisión, tiene un sistema de coordinación y posee una unidad de dirección y planificación. Por otra parte, a la luz de sus objetivos, de esa coordinación, de su organización, se puede manifestar que la empresa es un sistema.

Sistema es un conjunto de elementos discretos interaccionados con el fin de alcanzar un objetivo común, por lo tanto posee tres características importantes, Von Bertalanfy, 1968, En: Cuervo et al, 1979)):

- Elementos distintos, individualmente definidos y medibles. Significa que un sistema se compone de un número determinados de elementos.
- Un objetivo. Todo sistema debe contar con un objetivo hacia donde tienden los elementos.
- Una interacción medible de los elementos. Cada elemento ejerce una influencia definida sobre los demás. La suma de estas interacciones constituye el resultado total del sistema; si el mismo es igual al objetivo del sistema estará en equilibrio, de lo contrario se tenderá a una interacción programada con la intención de encontrar de nuevo el equilibrio deseado (objetivo).

1. El sistema interno de la empresa

Aplicando la teoría de sistemas a la empresa, es dable ver en ella a una entidad compuesta de tres subsistemas independientes, (Cuervo, et al, op cit):

- La hipótesis económica: esencialmente una suma de todos los flujos financieros de la empresa. Se trata del todo el marco económico sobre el que se basa toda la actividad económica.
- La forma de gestión: una forma de tomar las decisiones que determinan todos los movimientos materiales y financieros de la empresa.

EL SISTEMA « EMPRESA » SE COMPONE DE TRES SUBSISTEMAS INTERDEPENDIENTES

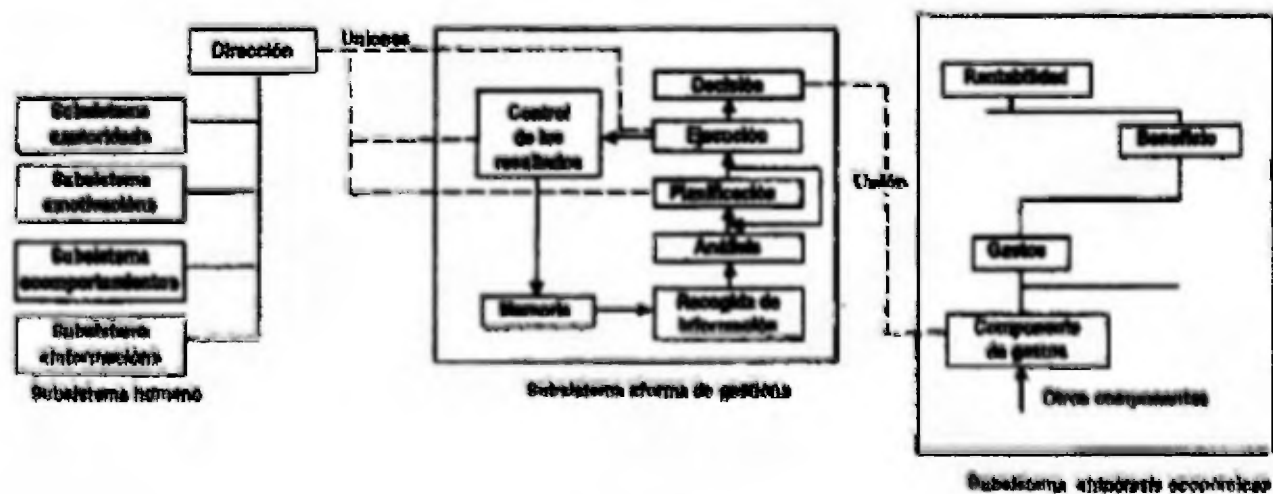


FIGURA N°1

- Los subsistemas humanos: un conjunto de subsistemas reflejando el comportamiento humano e influyendo la dirección en su forma de gestión.

Al detallar las partes que integran un todo denominado empresa, es pertinente, ver ahora como estas sub-partes se integran y se interrelacionan entre sí. (ver figura N0.1).

a. La hipótesis económica

Se considera el corazón económico-financiero de la unidad económica, ya que en él confluyen las rentas (ingresos), los costos (ver gráfica No. 2), dando por resultado los beneficios, de la cual se puede derivar en los dividendos y/o enriquecimiento por autofinanciación, que permitirá ulteriores inversiones.

Por el lado de los costos, se deja entrever las gestiones de los factores de producción (materiales, mano de obra, etc.), que afectan el nivel de excedente, tal como se mencionó en líneas precedentes.

De igual forma se nota el nivel de relación de las rentas (ventas), que responde al plan comercial de la empresa. Pero lo más importante, que todo lo manifestado, está bajo la égida del “rendimiento de la inversión”, que su vez es englobado en un objetivo, que tal como lo definimos, es elevar o acrecentar la riqueza de los accionistas.

Esa función objetivo, que no es mas que un fin, un resultado a alcanzar y no una tarea o una función a cumplir. Es un lugar del espacio y del tiempo donde se inscribe el stadium al cual se puede llegar, a una cosa tangible, medible, precisa, hacia la cual tendemos. Guía nuestra acción y nos ayuda a planificar. [Hugher, C: En Cuervo (1983)].

Se puede integrar los elementos que hemos mencionado, en un árbol de rentabilidad). Allí se podrá ver cada elemento detallado concerniente al capital, las rentas y a los gastos (Fig. 2), que conllevan a la cristalización de una función objetivo, que para nuestro nivel es una triada de cursos de acción: rentabilidad, crecimiento y adaptación.

Rentabilidad que puede ser en el orden económica y financiera, la primera está relacionada con los activos de la unidad económica, ya sean circulantes, fijos o inversiones, por tal motivo en la figura estudiada, se notan deferentes coeficientes o ratios, que tienen que ver con la estructura económica, vgr. rotación de clientes, de inventarios, de activos fijo etc. Lo anterior conlleva a lo que se denomina riesgo económico, entendido como tal, la inestabilidad del beneficio de explotación o beneficio bruto [Suárez, A. 1983)].

El riesgo económico, también se le llama riesgo de mercado (riesgo de empresa), se debe a todas aquellas eventualidades que afectan al hacer económico-empresarial, y que hacen que la empresa no pueda garantizar la estabilidad del beneficio de explotación, entre las que cabe citar: fluctuaciones de mercado, accidentes, huelgas, etc. [Suarez, A., (1983:190)].

En cambio, con respecto a la rentabilidad financiera, entrelaza el beneficio neto con el nivel de pasivo, hasta desagregarlo en lo más interesante para la riqueza de los accionistas: rentabilidad de los fondos propios, de donde provendrán los dividendos. De este indicador, se llega al denominado riesgo financiero, que surge cuando la empresa contrae deudas, sobre todo deudas a medio y largo plazo, que conlleva a hacerle frente a

LA HIPÓTESIS ECONÓMICA

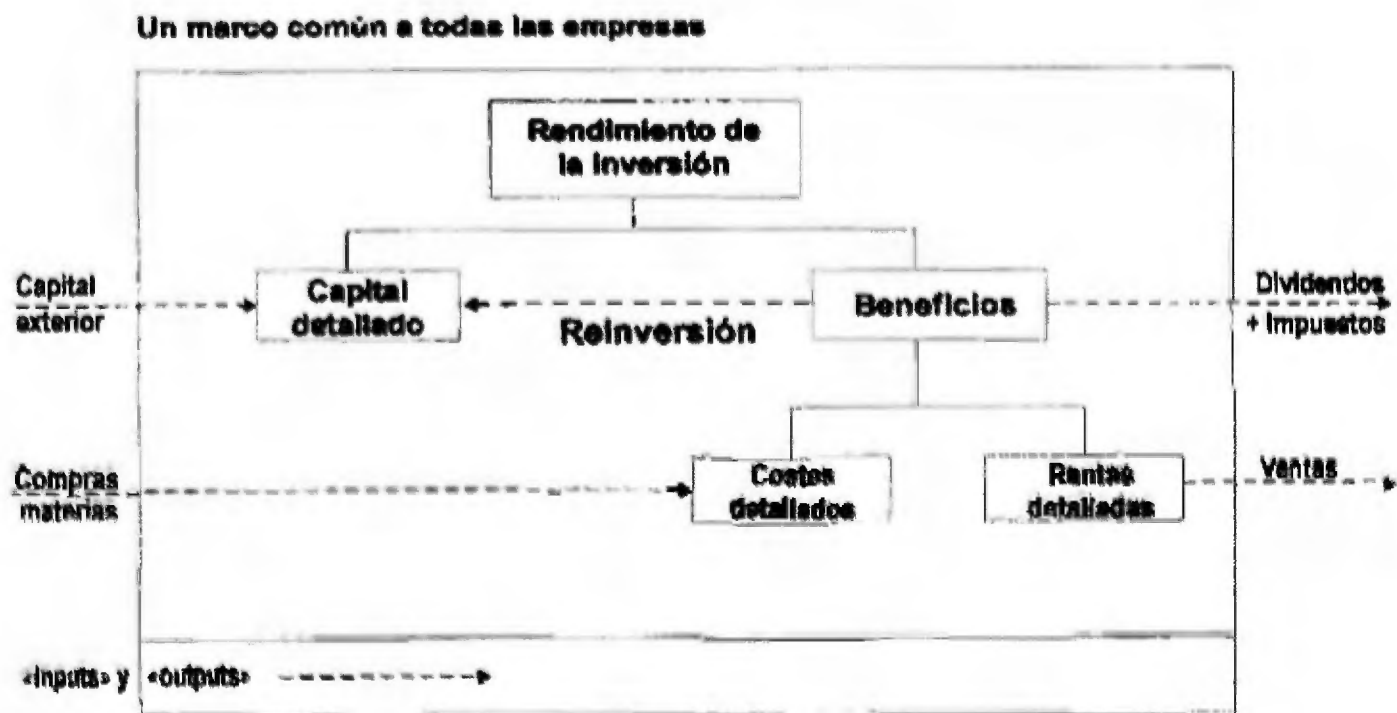


FIGURA N° 2

unos pagos fijos por los conceptos de pago de intereses y devolución de principal, que por ser fijos aumentan la probabilidad de insolvencia de la empresa. (Suarez, A. op cit).

Lo interesante de éstos dos indicadores, que su variable, prima facie, los beneficios de explotación, por está expuesto a los vaivenes del mercado, es una magnitud volátil, entonces por antonomasia esta expuesta a lo que llamamos un riesgo, definiendo a éste como “incertidumbre sobre el rendimiento futuro esperado de una cierta inversión o sobre sucesos futuros”. Por lo tanto ambos rendimientos descritos anteriormente, ya sea económico o financiero se decantan en riesgos económicos y financieros; cuantificado por la varianza o la desviación típica del mismo. Veamos:

$$RE = \frac{X}{V} = \frac{X}{S+D} \quad (1.1)$$

$$RF = \frac{X-F}{S} = \frac{X-F}{V-D} \quad (1.2)$$

En donde:

RE= Rentabilidad económica

X =Beneficio de explotación, de carácter aleatorio

S= capital propio, o valor de mercado de las acciones

D= magnitud del endeudamiento.

V= es el valor total de la empresa, en consecuencia S+D

F= monto anual, en concepto del servicio de la deuda, que resulta de aplicar una tasa de interés sobre el saldo insoluto (D).

RF= rentabilidad financiera.

Visto de otra forma, la RF, su variabilidad se debe a: 1) a la volatilidad del riesgo económico, y 2) a la existencia de deudas en la estructura financiera de la empresa., ya que:

$$(RF) = (RE) + \frac{D}{S} (RE) \quad (1.3)$$

La relación (1.3) nos proporciona en realidad una medida del riesgo global de la empresa, en el que separar o distinguir dos componentes: a) el riesgo económico o riesgo de mercado, y b) el riesgo financiero propiamente dicho. Además como se puede en la precitada fórmula (1.3), el riesgo financiero viene definido por el producto del leverage o coeficiente de endeudamiento por el riesgo económico, definido éste por la desviación típica de la rentabilidad económica. [A. Suárez: (1983: 191)]

Otra verdad que emerge de la relación estudiada, es que el nivel de endeudamiento corporativo, aumenta la variabilidad, en pocas palabras el riesgo. En consecuencia ningún empresario que sienta aversión al riesgo haría el uso del endeudamiento si no fuera porque cuando la rentabilidad económica es superior al tipo de interés de la deuda, el mayor endeudamiento incrementa la rentabilidad financiera, tal como se nota. [A. Suárez (1983)].

Lo anterior nos lleva, que dicho en palabras de A. Suárez: "A medida que la empresa hace un mayor uso del endeudamiento aumenta la rentabilidad del capital propio, también denominada rentabilidad financiera o rentabilidad de los accionistas, pero aumenta también la variabilidad - y por lo tanto, el riesgo- de dicha rentabilidad. El director financiero, y en definitiva los accionistas tienen que enfrentarse con un problema de elección entre riesgo y ganancia. Aquel puede incrementar la rentabilidad de éstos, pero siempre con el coste que supone el hecho de tener que soportar un mayor riesgo financiero. Esto es, existe un trade off entre riesgo y ganancia".

En cuanto al objetivo crecimiento, plasmado en la figura 3, se refiere a un estado dinámico de la empresa en lo concerniente a la sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación, lo que indica que la supervivencia de la unidad económica, entonces por antonomasia, crecer, en la medida que su tasa de retorno supere con creces el costo de los recursos financieros. Esa superación con creces, permite la distribución de dividendos razonables, con el ánimo de mantener contento a los accionistas, además de guardar el remanente como reservas (autofinanciación) para hacerle frente a las futuras expansiones.

La expansión depende de las posibilidades financieras de la empresa, además de una adecuada proporción de recursos propios y ajenos, ya que al aumentar la financiación por enriquecimiento, se eleva las posibilidades de endeudamiento de la empresa, que en otras palabras no es más que el equilibrio financiero a largo plazo del tiempo.

Del estudio de la referida figura, se desprenden que se pueden dar dos estadios de crecimiento empresarial: a) crecimiento interno y b) crecimiento externo.

- Crecimiento externo, producido mediante la adquisición o fusión de empresas.
- Crecimiento interno: es el logrado por intermedio de inversiones, que conllevan al desarrollo interno.

La adaptación en un entorno dinámico, por ende, cambiante es otro de los objetivos empresariales, ya que con esto encuentra su autocontinuidad. Esta adaptación la pretender encontrar con el auxilio de la estabilidad y la flexibilidad.

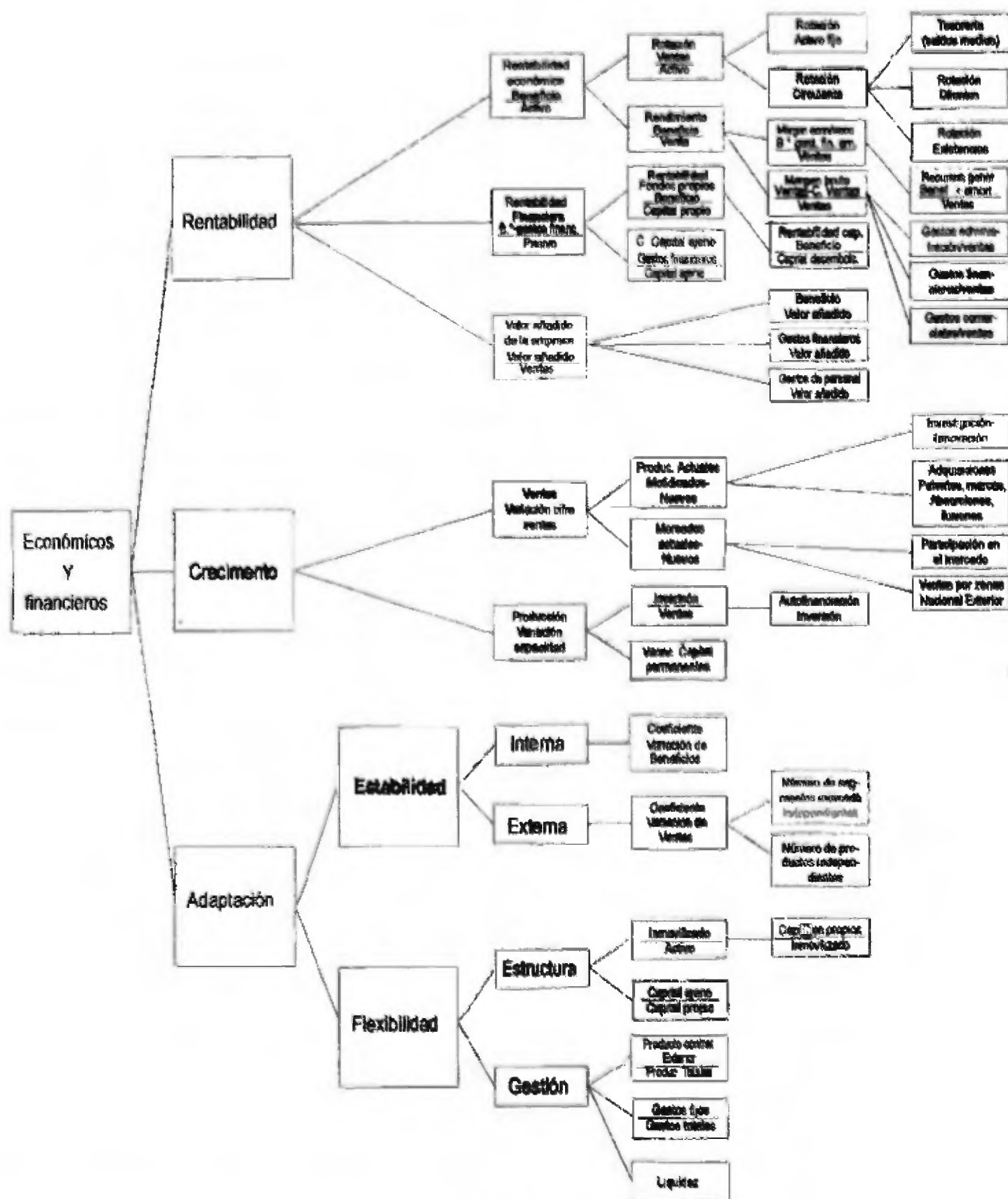


FIGURA N°3

En cuanto a la estabilidad, se puede desagregar en interna y externa, en el caso de la interna es el grado de variación (volatilidad) de los beneficios. La externa se relaciona con la dispersión de las ventas, que está correlacionado con el número de segmentos de mercados y el número de productos.

Al hablar de flexibilidad, de igual forma se puede dividir en dos aspectos: a) estructura y b) gestión. La flexibilidad de la estructura financiera se dirige a cuantificar el grado de importancia que tiene el inmovilizado (activos fijos), con respecto al total de activos, dentro del contexto de un análisis vertical del Estado de Situación, esto puede afectar la flexibilidad, en vista que los capitales fijos:

- Constituyen un factor de rigidez del sistema productivo. En una economía, el aumento del porcentaje de los capitales fijos en el total de activos tiende a tornar el sistema productivo más rígido y más sensible a cualquiera recesión. [Flouzat, D. (1976)].

También incide en la flexibilidad el porcentaje de los capitales fijos que estén financiados con capitales permanentes, es este sentido, los capitales propios.

En lo referente a la gestión y su grado de afectación con la flexibilidad, se enfoca al grado de liquidez de la empresa, el porcentaje de los gastos de estructuras, con respecto a los gastos totales, así como el ratio de productos contratados o producidos externos a la empresa con respecto a su total de producción.

2. Función financiera de la empresa

A manera de resumen de lo exteriorizado hasta ahora, la empresa como sistema su razón de ser es (son) su (s) objetivo (s): acrecentar el valor de la empresa:

aumentar la riqueza de los accionistas, pero ese buscar lo expone a riesgos , ya sea de índole financieros o económicos, a la presupuestación de inversiones en el tiempo, para que como sistema tienda a crecer (crecimiento), en un ambiente de flexibilidad, que le permita acomodarse a los vaivenes del entorno externo. Pues bien, para solventar esa amalgama de actividades, es sine qua non: contar con una función, que no es más que la financiera.

La función financiera versa sobre la captación de los fondos necesarios y colocación de los mismos en las mejores inversiones.

En la medida en que la empresa observe un segmento del mercado con demandas insastifechas, se planteará una triple cuestión: ¿cuál debe ser la dimensión de la empresa que produzca el bien o preste el servicio que satisfaga la demanda citada?, ¿qué proyectos de inversión son necesarios para producir dicho bien o servicio?, ¿con qué fondos adquirir dichos elementos de inversión?. [Fernández, M.(1992)].

Solventar el trío de interrogantes anteriores, es responsabilidad del precitado subsistema (hipótesis económica), en este caso el financiero. Los resultados positivos dependerán de que el costo de los recursos obtenidos sea inferior a la rentabilidad de las inversiones. (Fig. 4).

Para algunos autores, a ésta función la engloban dentro de la Economía financiera de la empresa, ya que se centra en el estudio de los problemas que le son propios a una de las áreas funcionales en que se subdivide la empresa. La separación de la función financiera de la política general de la empresa posibilita la formulación explícita de un objetivo financiero y su optimización parcial a nivel de subsistema. Ahora bien, este

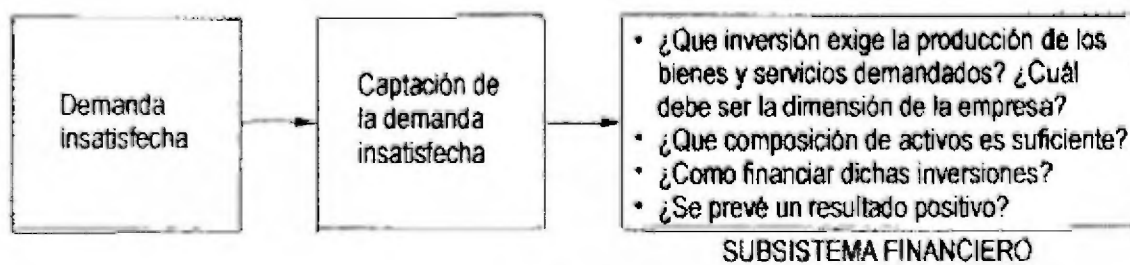


Figura 4.—Cuestiones genéricas que debe resolver el subsistema financiero.

objetivo no puede plantearse sino como parte integrante de la estrategia global de comportamiento de la empresa, la cual puede ser objeto de desagregación, para el análisis, en tres niveles, como se refleja en la figura N°.5. [Fernández, A, et al (1992)].

- Primer nivel: Explicita los beneficios generados por la unidad económica, producto de su posición en el mercado. El crecimiento y su equilibrio no sólo dependerá de los aspectos financieros, sino más bien de la calidad de los responsables de la dirección, así como del valor de los medio utilizados.
- Segundo nivel: El estudio de los factores heterogeneos, se concretiza en aspectos cualitativos y cuantitativos sobre la empresa. Su homogenización se consigue, gracias al nivel financiero, que de forma monetaria resume las implicaciones de todos los aspectos que afectan o condicionan el estado de una empresa, y a su vez permite visualizar o analizar la valoración, que llevan acabo los mercados financieros. Esta valoración supedita la cantidad y calidad de los fondos disponibles.
- Tercer nivel: Es el nivel de la inversión, en donde se estudian los diferente usos alternativos de los fondos disponibles, ya sean de fuentes internas o externas.

Existe una clara interrelación entre los niveles citados, dado que las expectativas acerca de las condiciones de mercado determinan el volumen de gastos, pero también la financiación disponible interna y externamente. [Fernández, A. (1992)].

Financiación interna, viene conformada por recursos generados a lo interno del sistema, que pueden provenir de: a) reservas y provisiones, y b) amortizaciones.

- Reservas y provisiones: son todos aquellos beneficios obtenidos, pero no distribuidos, pero haciendo una distinción más clara entre reservas y provisiones,

Interacción de las decisiones financieras.

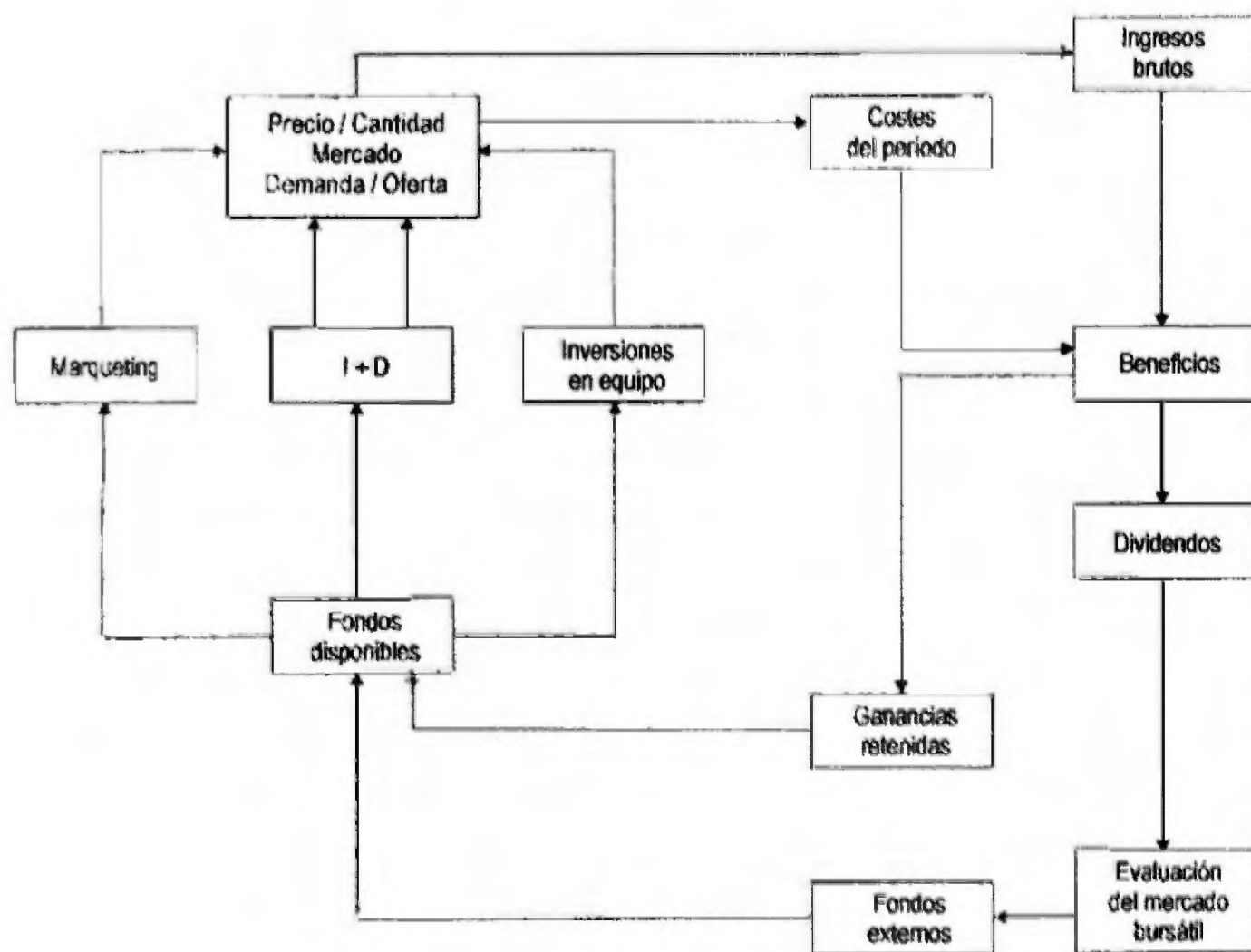


FIGURA N° 5.

tenemos, que la primera se entiende como una prolongación del capital permanente de la empresa, el cual tiene objetivo específico. En cambio las provisiones es una prolongación del capital a título provisional, teniendo un objetivo concreto

- Amortizaciones: es la recuperación parcial del valor de los activos en el tiempo, a través de su imputación en el proceso productivo, como depreciación.

Tradicionalmente se mantenía la teoría de que los fondos liberados por la vía de amortización constituían lo que algunos autores denominaban “autofinanciación de mantenimiento”; por ello, dichos fondos debían ser invertidos en bienes fácilmente fungibles para que llegado el momento de la reposición fueran convertidos en dinero y destinados a la adquisición del nuevo equipo. [Bucno, E. Et al (1994)].

De igual forma hay que contemplar que la autofinanciación por mantenimiento, se le puede atribuir un efecto, denominado “efecto Ruchti-Lohman”, el cual consiste, que los fondos procedentes de la amortización, dada ciertas circunstancias, pueden financiar los aumentos de capacidad, valga agregar, se convierte en autofinanciación de expansión. (Fig. 6).

En cuanto a la financiación externa, son lo fondos obtenidos allende a la empresa, ya sea a corto plazo o a largo plazo.

En general, los recursos financieros procedentes del exterior, aparte de las fuentes espontáneas en general y de los créditos comerciales (de proveedores), en particular, a quién una empresa tiene acceso son indole muy diversa, pudiéndose clasificar los mismos de la forma siguientes: [Bucno, E. Op cit (1994)].

Efecto Lohmann - Ruchti

(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VII)	(IX)	(X)	
Años	Valor de adquisición	Pendiente de amortizar al comienzo del año		Amortización al final del periodo		Número unidades amortizadas totalmente	Valor residual realizado al final del periodo	Nuevas adquisiciones al final del periodo (comienzo del siguiente)		Cantidad pendiente de reinvertir
		Número unidades	Valor	Anual	Acumulada pendiente de invertir			Unidades	Valor	
1	2.400	4	2.400	400	400	-	—	—	—	400
2	2.400	4	2.000	400	800	-	—	1	600	200
3	3.000	5	2.200	500	700	-	—	1	600	100
4	3.600	6	2.300	600	700	-	—	1	600	100
5	4.200	7	2.300	700	800	4	400	2	1.200	—
6	3.000	5	2.400	500	500	-	—	—	—	500
7	3.000	5	1.900	500	1.000	1	100	1	600	500
8	3.000	5	1.900	500	1.000	1	100	1	600	500
9	3.000	5	1.900	500	1.000	1	100	1	600	500
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

FIGURA N°6

- Mercado de crédito a corto plazo.
 - Operaciones de descuento comercial.
 - Crédito con o sin garantía.
 - Factoring.
- Mercado de capitales: recursos a largo plazo.
 - Mercado de crédito:
 - Préstamos Banca Privada.
 - Préstamos Banca Oficial.
 - Operaciones de venta a plazo.
- Mercado de valores:
 - Primario.
 - Secundario (bursátil y extrabursátil).
- Ayudas del Estado
 - Subvenciones.

Aunque la mayoría de las modalidades señaladas en la clasificación anterior, se pueden deducir su significado por la denominación genérica de las mismas, sólo nos circunscribiremos a detallar las concernientes al mercado de valores en apartados posteriores.

La empresa, en base a sus posibilidades de financiación interna o externa, a las características de las inversiones a emprender y, en general, a las imposiciones y demandas de un medio ambiente o entorno, deberá adoptar una estructura financiera adecuada. Esta estructura o composición de sus fuentes de financiación deberá guardar

un cierto equilibrio entre el coste de las mismas y el riesgo financiero implicado por dicha composición y todo compatible con los objetivos empresariales tanto a corto como a largo plazo. [Bueno, E.: (335,1994)].

En este orden de idea, la empresa a optar por las inversiones sucesivas con miras a su autocontinuidad (crecimiento), enmarcada en un ambiente de rentabilidad, tendrá que tener en cuenta, el costo de las fuentes, pero a lo que a nuestro juicio, nos interesa, el riesgo financiero implícito a dicha aventura de inversión. En consecuencia, se deberá tener como una limitante el riesgo financiero, pero su impacto se podrá mitigar con el uso de ciertos instrumentos financieros al servicio de la empresa moderna, tales como las opciones, futuros, swaps etc., pero dentro de una esfera administrativa ~~administración de~~ los riesgos financieros.

Es prudente mencionar, que existe una teoría sobre la selección o formación de carteras que trata sobre la conducta racional del inversor, que consiste en buscar la conformación de la cartera (inversión) que maximice el rendimiento dado un nivel de riesgo o a la inversa que minimice el riesgo para un rendimiento específico. Dando pie a la presente teoría el inversor debe compatibilizar dos objetivos: la satisfacción para aumentar sus ganancias y la insatisfacción por el incremento de su riesgo. [Fernández, M (1992:327)].

El punto focal de la teoría de la selección de carteras, esbozada en 1952, por Markowitz, es su atención al riesgo, el cual está formado por dos partes, a saber: a) el riesgo propio, que es consustancial a la empresa emisora y b) riesgo de mercado o no diversificable, que está condicionado por la coyuntura de la economía en general.

Los inversores, haciendo uso de la presente teoría podrán eliminar el riesgo diversificable o específico, por intermedio de la diversificación, pero no podrán obviar el riesgo no diversificable o de mercado. La razón de que la diversificación elimina el riesgo específico, (variabilidad –riesgo–), estriba que los rendimientos de los diferentes títulos (activos) no varían de igual forma ante cambios en el mercado.

Por lo tanto, un mercado en equilibrio remunerará únicamente el riesgo sistemático (ya que el propio se puede eliminar). En consecuencia, el rendimiento esperado de un activo con riesgo será igual al rendimiento del activo libre de riesgo más una prima que gratifique al inversor por el riesgo no diversificable que va a soportar. [Fernández, M op cit (1992)].

La preocupación por la asignación de recursos escasos en la empresa creó el ambiente adecuado para que se analizasen temas como la selección de proyectos de inversión y la programación de inversiones. Este último consiste en determinar, utilizando para su resolución técnicas de programación estática y dinámica, qué alternativas de inversión conviene llevar a cabo, así como el momento en que deben acometerse, para conseguir maximizar la rentabilidad absoluta y actualizada, teniendo en cuenta que se deben verificar toda una serie de restricciones de carácter técnico, temporal o motivadas por la limitación de recursos (financieros, humanos etc.). [Fernández, M. (1992)].

Hoy, día, la función financiera, debe responder a tres cuestiones fundamentales:

- ¿Qué dimensión debe adoptar la empresa? ¿Cómo debe evolucionar dicha dimensión?

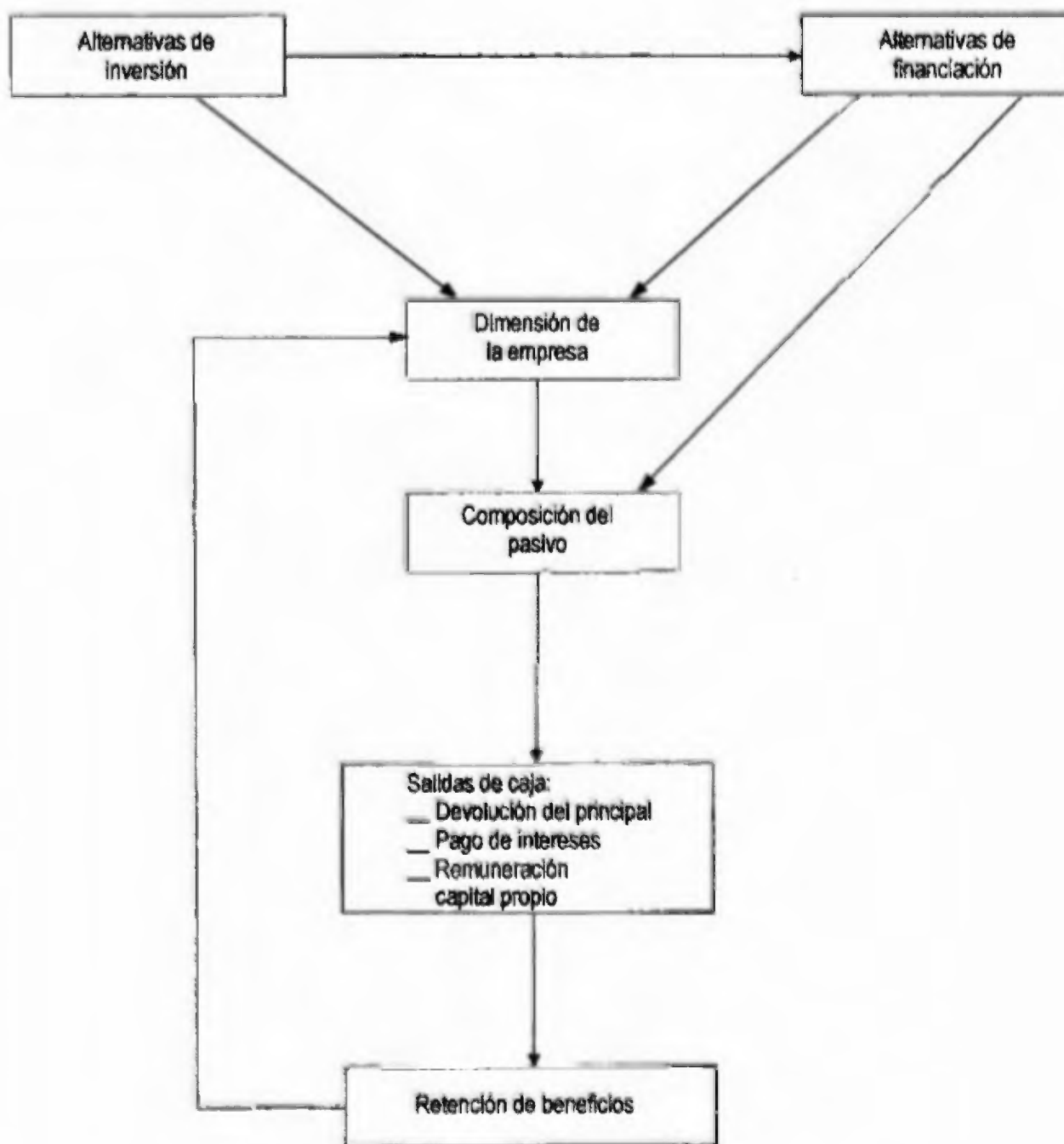
- Qué activos específicos debe adquirir la empresa?, es decir, ¿qué composición de activos se ajusta mejor a la nueva dimensión de la empresa?
- Cómo debe financiar la empresa sus necesidades de capital?, es decir, ¿cuál es la estructura financiera más conveniente?

Secundado con la figura No.7, se nota la íntima relación entre los tres aspectos, los cuales se deben resolver al unísono. El dimensionamiento de la empresa está influenciado por la alternativas de proyectos de inversión viables, pasado por el tamiz de los costos de las fuentes de financiamientos, que en última instancia determinará, que proyectos se ejecutarán. De igual forma, la composición del pasivo, es consecuencia directa del grado del dimensionamiento de la empresa y de las fuentes que lo sustentan.

Por último, esas fuentes de aprovisionamiento de capital afectarán el grado de beneficios a observar, por la vía, del repago del principal y del pago del servicio de la deuda, que a su vez que de acorde con la política empresarial sobre dividendos, determinará el grado de beneficios retenidos, que en definitiva determinará los ulteriores grados de crecimiento de la unidad económica en cuestión.

En otro orden de ideas, la composición del pasivo, que no es más que la estructura financiera, ¿puede afectar la valoración de la empresa?, según Modigliani y Miller, dadas ciertas circunstancias (existencia de mercados eficientes), el valor de la empresa no depende de la estructura financiera de la misma, sino más bien, por la capacidad de generar rentas, por ende, de sus resultados de explotación. Por otro lado, para los autores Gordon y Shapiro, plantean que la política sobre el reparto de dividendos si influye sobre el valor de las acciones; no así, para Modigliani y Miller, ya que dicen que alicuota ente

Relación entre inversión, financiación y dimensión de la empresa.



FIGURAN° 7

beneficio y dividendos no afecta la valoración de la empresa, ya que dicho valor, tal como se ha dicho anteriormente depende de la capacidad generadora de renta de la empresa.

La valoración de la empresa y de sus acciones es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, salidas a bolsas y, en muchos casos, se utiliza también como referencia para evaluar y remunerar a los directivos. Por otro lado, la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor. [Fernández, P. (1999)].

En consecuencia, se puede entender como el valor que una persona y/o empresa estaría dispuesto a pagar por la adquisición de una unidad económica (empresa), pero esa predisposición de pago está influenciada, por parte del inversor, de lo que espera recibir de ella.

Existe, en la actualidad un reconocimiento explícito, que una alta proporción del valor de mercado de las empresas se debe a los activos intangibles, más bien que los activos tangibles en libros.

Por otra parte, el desempeño organizacional está cada vez vinculado con activos intangibles tales como cultura corporativa, relaciones con los clientes y valor de marca... [Lusch y Harvey En :Srivastava et al (1998)].

Al respecto nos dice Malcom Forbes, cuando se le preguntó cómo decidió invertir la friolera suma de Usd. 250 millones, él contestó:

-No necesito saber en qué sector industrial está la compañía, ni leer sus estados financieros. Sí necesito conocer y en profundidad, qué clase de persona es el director general. Yo siempre apuesto al jockey, nunca al caballo. [Forbes, M. En: Cooper y Sawaf (1997)]. Esto es que ha comprendido un elemento fundamental de la presencia auténtica y la agilidad emocional: el carácter de una organización y sus valores los establecen, los demuestran y los ponen permanentemente en práctica los líderes de aquella, con su manera de escuchar y comprometerse al diálogo y la reflexión [Cooper y Sawaf (1997)].

Por tanto, tanto es menester estudiar la cultura corporativa como creadora de valor, ya como decía W. Edwards Deming: ".....En las organizaciones, la mayor parte de los problemas los plantean los sistemas, no las personas."

A manera de resumen, los sistemas, que son reflejos de la forma de gestión de la empresa, así como subsistema humano incide en la forma de gestión, ya en el modo de ejecución, la forma de control etc.; todo se podría enmarcar en lo que denominamos la cultura corporativa.

En párrafos precedentes se había dicho que la cultura influenciaba en la forma de gestión empresarial, empero, es necesario definir este concepto.

a. Cultura:

Atendiéndonos, a la definición dada por el Diccionario de la Real Academia se podía decir que es el conjunto de modos de vida y costumbres, conocimientos y grado de desarrollo artístico, científico, industrial, en una época o grupo social etc". En otras palabras todo aquello, que no sea obra de la Naturaleza, sino del hombre. Cultura no sólo

es arte, entonces sino también cualquier manifestación de la creatividad humana desde la moda hasta la cocina o el fútbol [Grondona ,M. (1999)].

La cultura está formada por valores, héroes, ritos y rituales, la red cultural y el medio [Baigros, A. (1998)].

- Valores: son los principios que guían el comportamiento de los miembros de la organización.
- Héroes: el héroe es una persona que lleva adelante los valores de la cultura organizacional y que con su comportamiento induce al resto de la organización a adoptarlos como propios.
- Ritos y rituales: son rutinas, es decir, acciones o comportamientos que se repiten cotidianamente, por lo tanto se incorporan en el individuo disminuyendo la incertidumbre en su accionar.
- Red cultural: es una fuente informal de información que facilita la comunicación de los valores de la organización y puede otorgar poder según su utilización.
- Medio: es donde la organización desarrolla su actividad y además evidencia su cultura.

En la circunstancia que se hable de cultural empresarial, no es más que llevar éste concepto al nivel de la unidad económica denominada empresa, que, se podía entender como “el conjunto básico de valores y creencias que toda organización comparte” [Baigros, A. (1998: 2)]. Al compartir dicho valores y creencias le permiten al factor activo (recursos humanos), la comprensión del funcionamiento de la organización, así como, se puede considerar como la base sólida que le proporciona identidad y

estabilidad, que se convierte en fuerza que permite la **conducción a un ente** hacia sus objetivos. (visión). (Fig. 8).

De acuerdo con Siliceo [En López, P (1998)], los valores son los cimientos de toda cultura humana y por tanto de toda cultura organizacional. Estos conforman los principios éticos y el soporte filosófico del ser y quehacer de la empresa, mismos que permitirán de manera óptima el logro de los objetivos de productividad, calidad, compromiso y satisfacción de su personal y de sus clientes.

Los valores son principios generales por los cuales se rigen las empresas y los miembros pertenecientes a ellas. Son el fundamento sobre que reposa la organización, la filosofía que guía el trato al personal, a los clientes, a los proveedores. Son los que conforman la cultura corporativa y pueden advertirse en la formulación de su visión (Garfield, Ch.; (En López, M. (1998)).

Por lo general, los valores y creencias tratan sobre:

- Aspectos vitales: como la actitud frente al cambio y al riesgo, el grado de apertura al mundo exterior.
- Aspectos morales. Como la honestidad y la justicia.
- Aspectos sociales: como la importancia de los factores de poder, influencia que se otorga a las jerarquías, autoritarismo vs. participación, individualismo vs. cooperación, cómo debe manejarse el conflicto, disposición a expresar emociones.
- Aspectos empresariales: inherentes a la rentabilidad, el crecimiento, la atención al cliente, la calidad, la productividad, la innovación.

En estas épocas de cambios, turbulencias etc, es menester poner en prácticas nuevos paradigmas administrativos. Por eso se puede hablar que se está viviendo una era de falta de continuidad, en donde ciertos ideales tales como la división

Características

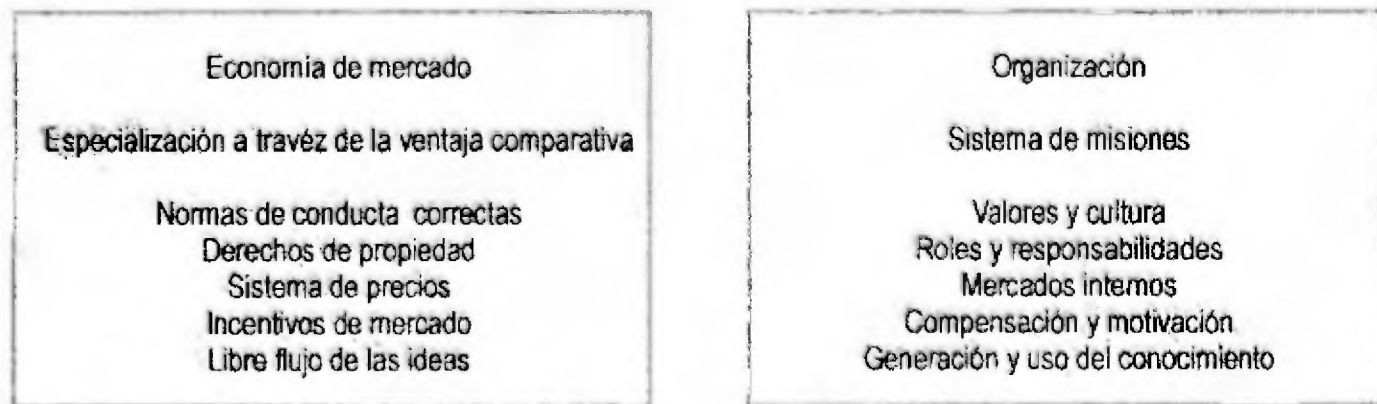


FIGURA N° 8

del trabajo y el control se difuminan antes teoría como la reingeniería y los equipos de alto desempeño. Por ello ya no se puede plantear el cambio como una línea continua, sino cambiante e impredecible, llegando a ser tan complejo que ya no basta con planearlo sino que debe ser administrado. [López, M (1998)].

Con tal fin, se requieren modelos administrativos actuales, que involucren valores que deben ser desarrollados por las unidades empresariales (empresa). Pero esta unidad empresarial debiera ser vista de una forma holística, es decir, un enfoque de sistema, que permita visualizar a la organización de una forma integral.

La práctica de la administración puede mejorarse identificando algunos elementos claves que explican el éxito alcanzado por las sociedades libres y desarrollando prácticas análogas para aplicarlas a las organizaciones. [Baigros, A (1998)].

En la figura precedente, que refleja de manera fiel, lo esbozado en párrafo que le antecede, cuáles son los elementos que inciden en el mejoramiento de la administración en su sentido amplio, éstos se pueden encontrar a nivel del mercado, así como a lo interno de la organización.

De la gama amplia de factores acuciantes, en la economía de mercado, nos interesa resaltar el de incentivos de mercado, que serían aquellos móviles, tales como coberturas, portafolios de inversiones, que afectan a la empresa, en el caso que nos atiene, la administración financiera. En los aspectos endógenos de la organización, hasta estas líneas, se está resaltando, lo concerniente a la cultura y por ende a los valores, que es elemento que la sostiene, y por tanto entra en los aspectos intangibles en la valoración de empresas, que justifican un surplus al momento de su apreciación financiera.

Valores

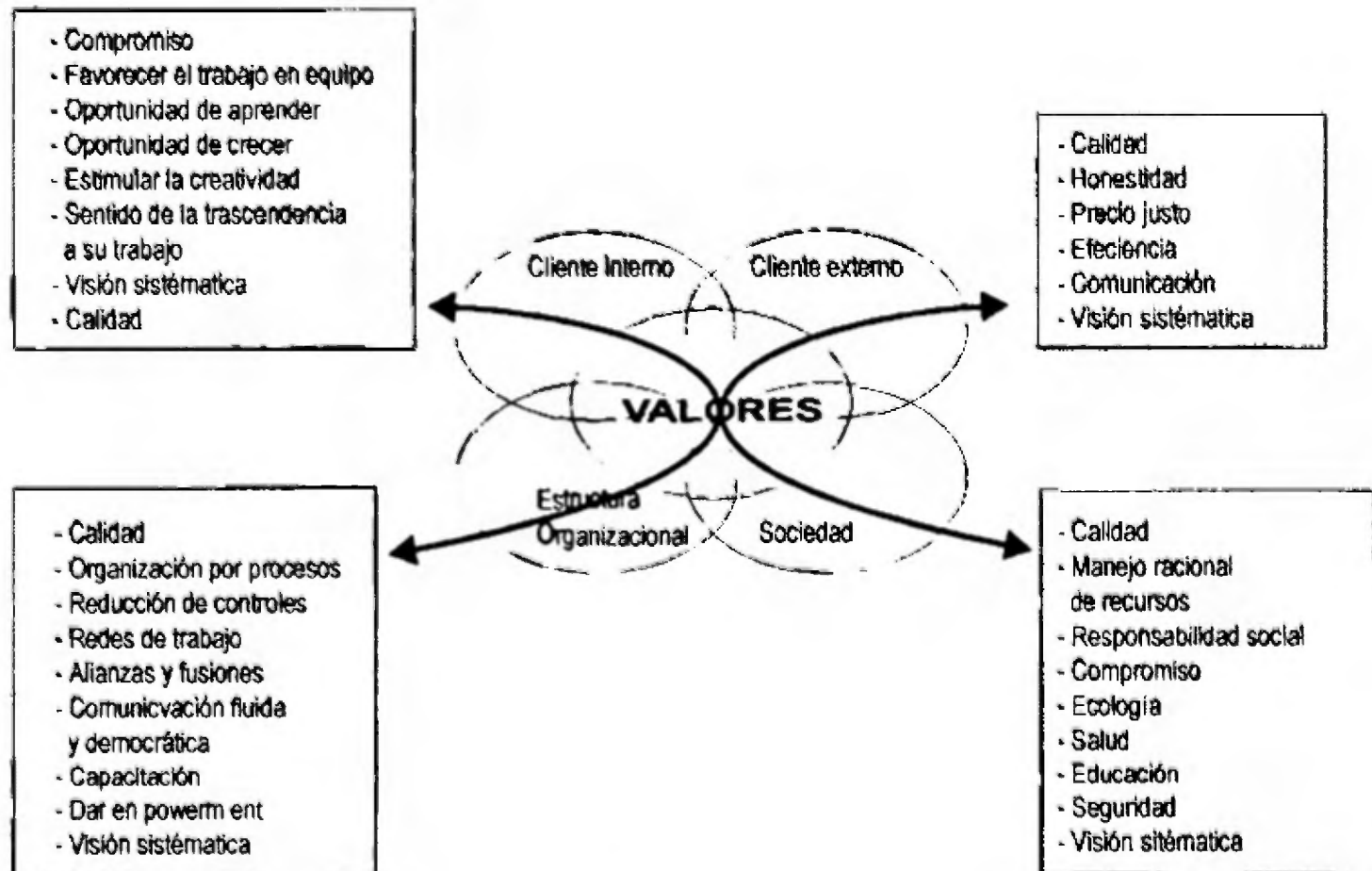


FIGURA N° 9

Se toma prestado el modelo esquematizado por Martha P. López G., el cual se anexa en la figura No.9, en donde se plantea una alternativa teórica integral (holística), cuáles serían los valores que deben ser desarrollados por la empresa, con el motivo de hacer prácticas organizacionales, para que la organización se convierta en una empresa de clase mundial. Se divide en cuatro subsistemas: a) cliente interno, b) Cliente externo, c)Estructura organizacional y d) Sociedad; en donde se señala por separado los elementos que configura cada subsistema, por aparte, pero que da una visión de conjunto.

Del cliente externo, subrayaremos el de eficiencia, que es un fiel reflejo de un valor empresarial, que se colige con el objetivo instrumental de acrecentamiento de la riqueza de los accionistas, gracias al uso racional de los factores productivos, como impulsores de valor.

El modelo propuesto, por el autor, presenta una visión idealizada de cualquiera organización, por lo que se podrá considerar un modelo de funcionamiento, pero su utilidad está que al compararlo con cualquier otro, se podrán derivar los elementos de cambio sobre los cuáles se debe accionar, eso si, sobre una perspectiva de sistema. Sin embargo adaptándose a las nuevas necesidades que surjan de tiempo en tiempo, de tal forma que se haga benchmarking, como un punto de cambio.

La relación que pueda existir entre cultura y meta-objetivo, es que ésta última, la cultura toma forma, es propia y específica de cada comunidad empresarial. Pero no habrá de extrañarse que, comparando las metas antiguas y las metas actuales de la empresas, se

descubran cambios en su contenido en virtud del cambio que han sufrido, a lo largo del tiempo, la cultura y las metas de los negocios. [Uriarte, K. (1990)].

Gracias a la instrumentación de la cultura la comunidad empresarial puede:

- Darle un sentido armónico a lo interno de la empresa, y
- Buscar la adaptación con el entorno en donde desarrolla su actividad.

El análisis expuesto en líneas precedentes sobre la cultura empresarial, su relación con los objetivos-metas del sistema (empresa), reflejan la conveniencia de conocer el perfil cultural y teleológico de la empresa, esto es:

- La postura que adopta ante las situaciones internas y externas, y
- El término hacia el que dirige sus actuaciones.

SEGUNDO CAPÍTULO

LA EMPRESA Y EL SISTEMA FINANCIERO

A. LA EMPRESA Y EL SISTEMA FINANCIERO

La empresa para cristalizar, lo que desde un principio se ha insistido: el acrecentamiento de la riqueza de los accionistas, se delinea una estrategia, con respecto al mismo. Entre las estrategias cursadas, está la referente a la política de dividendos y la de la amortización (depreciación), que afectan la cantidad reservada para nuevas inversiones, que a su vez determinarán el grado de crecimiento de la unidad económica.

Según las circunstancias, es decir, del plan de negocios, que en última instancia, reflejará el presupuesto de inversiones, de donde emerge el requerimiento de recursos financieros; que constatados con los recursos internos disponibles; determinará la necesidad de buscar, en este caso, externos. Por lo tanto debemos encausar todo los esfuerzos a la búsqueda de esas fuentes financieras de financiación. El lugar donde se dirige la empresa para satisfacer sus necesidades financieras se denomina: sistema financiero.

El sistema financiero de una economía viene determinado por el conjunto de instituciones, mercados, instrumentos o activos financieros y normas reguladoras a través de los cuales operan mecanismos para facilitar eficiente y eficazmente el contacto entre oferentes y demandantes de fondos. [Durán, J. (1992)].

En él, se ven los precios, que al final de cuentas, son señales que orientarán el ahorro hacia las inversiones más rentables. Todo éste mecanismo se ha de realizarse en un marco estable tanto en lo referente a una estabilidad monetaria y financiera como en lo relativo al funcionamiento de las instituciones. [Durán, J. (1992:85)].

Canalización del ahorro hacia la inversión

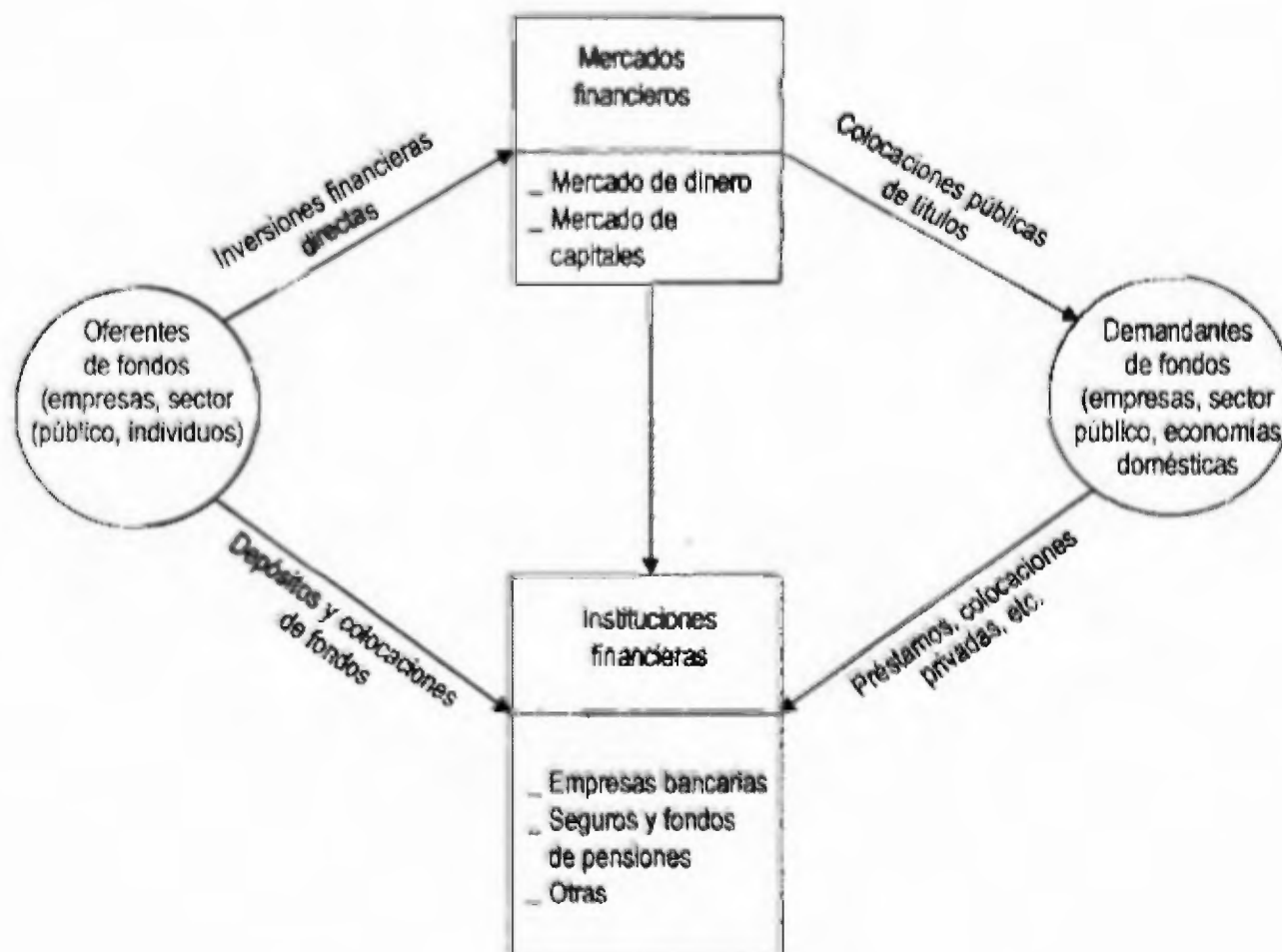


FIGURA N° 10

Por otra, dadas las condiciones especiales del sistema financiero, es imprescindible una norma, que prevea la intervención y control por parte de las autoridades económicas de una país. En Panamá, dada, la presente aseveración de intervención y control, se dictó el Decreto Ley N0.1 De 8 de julio de 1999, el cual fue promulgado en la Gaceta Oficial 23.837 del 10 de julio de 1999. (en epígrafe aparte se desarrolla este tema).

De igual forma, no se debe perder de vista, que el sistema financiero, permite la canalización del ahorro hacia la inversión, además, facilitando los intercambio en la economía. (Fig. 10). Del estudio de la misma, se nota que los oferentes de fondos, (inversiones financieras directas) no son más que, las unidades económicas con superávit, que los pueden colocar de forma directa, es decir, en los mercados financieros, que a su vez son de dinero (formados mayoritariamente por las instituciones bancarias, y que su plazo no superan el término de un año) y el mercado de capitales, que superan por norma más de un año. Además, tiene la alternativa, de colocar sus fondos excedentes, en las instituciones financieras, tales como, empresas bancarias, compañías de seguros, etc.

1. Unidades Económicas.

Con el auxilio de la figura No. 11, se explica la relación habida entre los sujetos económicos para con el sistema financiero, en ella se notan que pueden converger cuatro entes económicos, a saber: a) Familia, b) Empresas, c) Banco Central y d) Sector Público.

En lo concerniente a la Familia e individuos, pueden recurrir al sistema financiero, ya sean adquiriendo títulos valores, que engrosaran los activos financieros de éstos, o algunas circunstancias, tener pasivos, producto de empréstitos.

Unidades económicas y sistema financiero

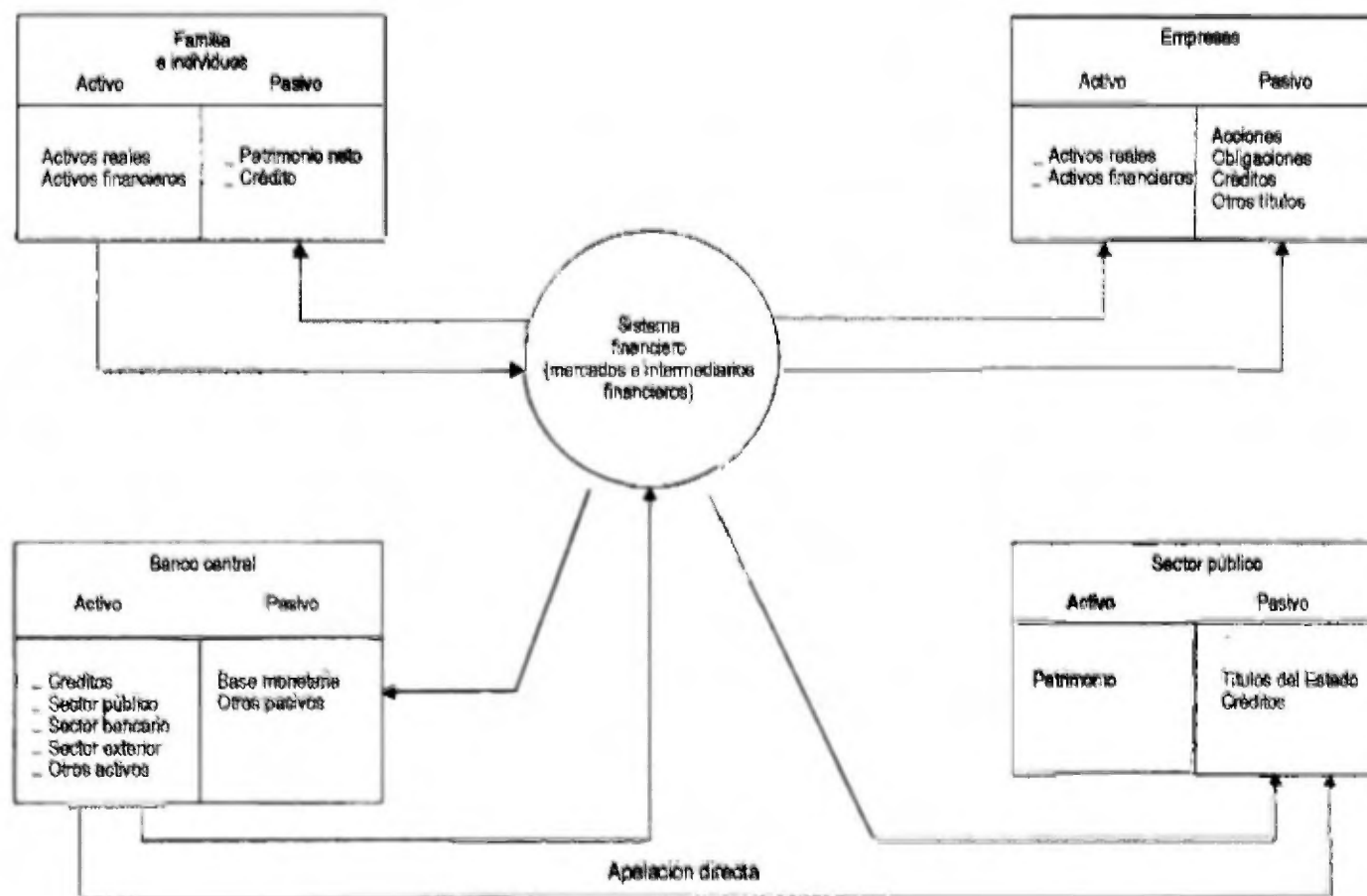


FIGURA N° 11

2. Empresas

Pueden como complemento a sus planes financieros de inversiones, solicitar al sistema financiero, ya sea en forma directa o indirecta, recursos monetarios, ya sea en forma de acciones, obligaciones, créditos bancarios u otros títulos, que forman parte de la estructura financiera de la empresa y con tal fin, a manera de reglamentación y control existe el Decreto Ley No. 1. Cuando existen picos de tesorería, de igual forma la empresa podrá disponer de éstos excedentes, adquiriendo activos financieros, con miras a hacer rentable sus inversiones financieras.

3. Banco Central

En el caso de Panamá, no es aplicable, las funciones del banco central para con el sistema financiero, ya que nuestro sistema monetario es autónomo, pero existe el Decreto Ley No. 9 de febrero de 1998, que regula las entidades bancarias, que al eliminar el encaje legal, de hecho se acrecentó la base monetaria de la economía.

4. Sector Público

La gráfica estudiada se complica, para nuestro país, en vista que el sector público, no podrá apelar al Banco Central, para la colocación de título valores, sino más bien tendrá que recurrir al sistema financiero, tal como lo hace hoy día, o en su defecto hacerlo al sector externo.

De una forma u otra se ha mencionado a los intermediarios financieros, entonces es dable que se someta a un escrutinio analítico, para exteriorizar sus características y funciones.

Mercado financieros: Intermediados-desintermediados.



FIGURA N° 12

B. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Se pueden definir como aquellos entes económicos, median entre los oferentes de fondos y los que los requieren, que dependiendo del tipo de mercado en donde se desenvuelvan, los recursos ofrecidos o requeridos podría ser dinero o en su defecto títulos valores (activos financieros).

En la práctica se pueden diferenciar en dos tipos: a)intermediarios generales y b) creadores de mercados. El primero, tiene como función primordial es la intermediación financiera por cuenta ajena, teniendo como fuente de ingreso la comisión que cobra por este servicio (broker). En la medida que actúe por cuenta propia, se convierte en un broker-dealer.

Los creadores de mercado (market-makers) se desenvuelven adquiriendo y vendiendo a su propia cuenta y riesgo. En el desarrollo de su actividad informan sobre los precios a que están dispuestos a comprar (bid price) y a vender un activo (offer price), la diferencia o margen de compra-venta (spread) estará en función del tipo de activo, riesgo asumido, y margen de beneficio deseado [Durán, J (1992:90)].

Por la parte de las unidades económicas, con déficit de fondos (necesidades de financiación), pueden satisfacer sus requerimientos monetarios, ya sea recurriendo a las instituciones financieras (intermediarios financieros), bajos las figuras de préstamos o colocaciones privadas etc.; o bien, colocando títulos-valores, en forma directa en los mercados financieros (desintermediación financiera). Por último, es posible, que las instituciones financieras, también se encaminen hacia el mercado financiero, ya sea, para colocar o captar fondos. (Fig. 12).

1. Funciones de los Intermediarios Financieros

- Proporcionan ahorros de costos de transacción, gracias a la existencia de un mercado y de intermediarios permiten en convertirse en un lugar de encuentro, trayendo consigo que los costos de información de y de búsqueda sea inferiores.
- Transformación de riesgos, por la realización de operaciones a grandes escala, permite diluir el riesgo.
- Transforman vencimientos, al emitir pasivos líquidos y mantienen activos menos líquidos, sin poner en peligro su solvencia.

2. Mercados Financieros

Existe mercado financiero cuando se realiza una transacción financiera entre dos agentes independientes, permitiendo de ésta forma, el mecanismo de intercambio de activos financieros y la determinación de los precios, a los cuales se realiza la transacción.

Gracias a éste ente económico se ponen en contacto los agentes económicos, se fijan los precios y se facilita la liquidez de los títulos. Las operaciones en el sistema financiero pueden ser intermediadas (directas) o desintermediadas . [Durán, J (op. Cit)].

Los mercados pueden estar delimitados geográficamente, y encontrarse en un lugar físico o no, para el primer ejemplo se habla del mercado panameño, o de la bolsa de valores de Panamá, en cambio, muchas transacciones se realizan por otras vías, ya sea por teléfono, telex, telefax, correo y últimamente por internet.

Es imprescindible, que el funcionamiento del mercado, permita la transparencia de la información así como la libertad de entrada y salida a los mismos; de tal forma que su perfeccionamiento o nivel de funcionamiento del mercado en la economía, sea clave para la fijación de los precios de los activos financieros.

Desde la óptica temporal, se podría clasificar a los mercados financieros, en mercados monetarios y mercados de capitales. Para el primer caso, se transan los activos financieros a corto plazo (menor o igual a un año), con bastante liquidez, así como un perfil de riesgo bajo (valores comerciales negociables, letras del tesoro nacional etc). En cambio, en el mercado de capitales, se conciertan transacciones financieras a términos más largos que el monetario, ya sean a medio y largo plazo, que por regla general se circumscribe a bonos, acciones y obligaciones.

A este mercado acuden las empresas para financiar, conjuntamente con la financiación interna, las inversiones en activo fijo y la parte estable del activo circulante o fondo de maniobra. [Alegre, L. Et al (1995)].

El presente mercado, de igual forma incluye, al mercado de crédito, el cual proviene de las entidades crediticias tales como, la banca comercial, bancos de fomento, banca industrial, y las Cajas de Ahorro, tal como se ve en la figura 13.

De los tres mercados visto en la figura 13, existe un mercado segmentado geográficamente denominado bolsa de valores, que según sea el caso puede recoger en su seno el mercado primario, como el secundario.

Mercado Financiero

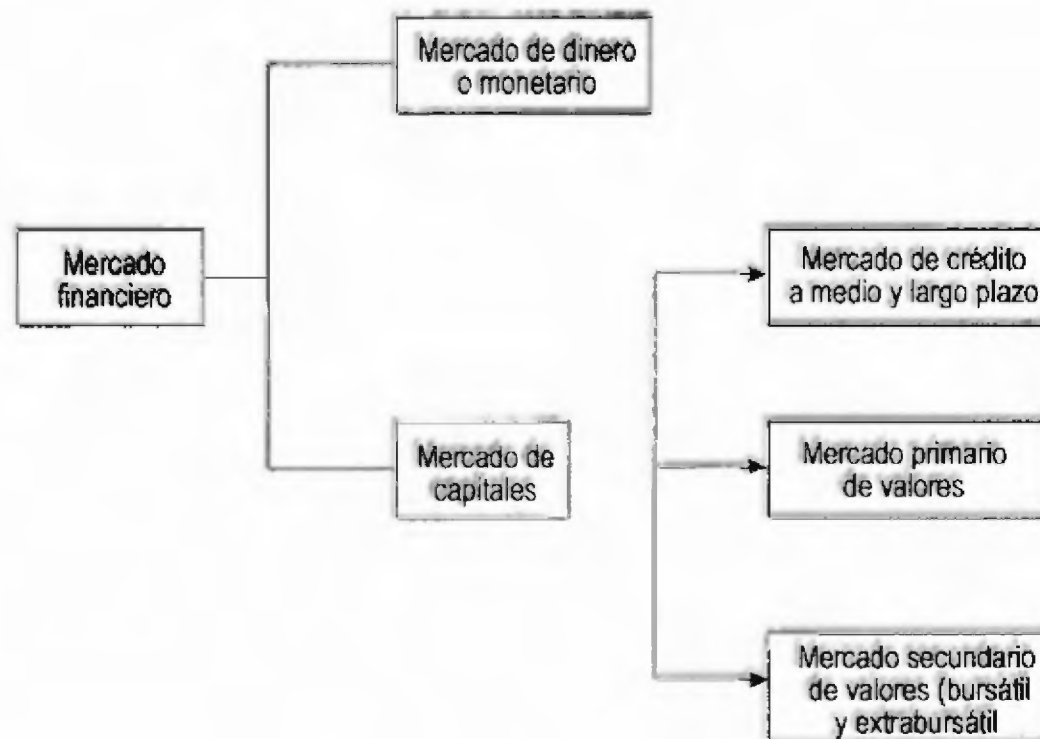


FIGURA N° 13

C. BOLSA DE VALORES

Las Bolsas de valores son la parte más importante y mejor organizada de los mercados secundarios o mercados de negociación (Alegre, L et al (1995:350)).

En la medida de que el mercado secundario tenga un buen desempeño, en esta misma forma afectará el mercado primario, por el hecho de que los inversores, acudirán al primario, como entes de inversión; en la medida en que exista un mercado secundario lo suficientemente amplio y líquido, en donde se puedan acudir en busca de liquidez (dinero).

Según, el Decreto-Ley No.1, entiende la Bolsa de Valores como "Toda persona que mantenga y opere instalaciones donde converjan personas para negociar valores o, o sea un sistema, ya sea mecánico, electrónico o de otro tipo, que permita negociar valores mediante la conjunción de ofertas de compra y de venta". Por otra parte el Decreto No. 44 del 31 de mayo de 1988, modificado según el fallo del 28 de mayo de 1990 de la Corte Suprema de Justicia de Panamá y del decreto no. 37 de 3 de junio de 1992; en donde se autoriza la creación de bolsas de valores; además se reglamenta la instalación y funcionamiento.

En los considerandos del precitado Decreto, se transcribirán los más importantes, que resaltan lo total de la Bolsa de Valores, como un mercado segmentado del mercado de capitales:

- Las bolsas de valores son instituciones de beneficio público, que tienen por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada operaciones con títulos valores con la finalidad de proporcionarle liquidez.

- El establecimiento de bolsas de valores en la República de Panamá constituye una necesidad imperiosa para canalizar los ahorros, tanto nacionales como extranjeros, hacia actividades que produzcan la generación de nuevos empleos y la reactivación de la economía nacional.
- Debe procurarse la mayor seguridad para todos los que actúan en este tipo de actividad y definirse con mayor amplitud los valores listados para ser negociados en las bolsas de valores.

Del escrutinio de los considerandos anteriores, se deduce, que la creación de esta entidad, es la consecución de liquidez, tanto en el mercado primario, y en el secundario, en un ambiente de transparencia, además como de canalización de flujos excedentarios de los sujetos económicos y su canalización hacia los sectores que generen empleo y a su vez reactiven y desarrollen la economía nacional.

A lo interno del Decreto No. 44, al estudiar el contenido, el cual consta de 27 artículos y dos párrafos, se pueden detallar en la presente tabla No.

Tabla No. 1

Análisis del Marco Legal que Regula el Establecimiento de Bolsa de Valores

ARTÍCULO	DETALLES
Nº.1	*Se autoriza la creación de bolsa de valores, conforme a lo estipulado en el Decreto 44
Nº.2	*Podrán crearse bajo cualquier tipo de sociedad mercantil.
Nº.3	*Se prohíbe el uso de la expresión Bolsa de Valores, a quienes no gocen de una autorización
Nº.4	*Capital fundamental de Un Millón de Balboas
Nº.5	Delimita el ámbito de negociación en bolsa: Bonos, pagarés, obligaciones de sociedades mercantiles, del Estado, instituciones de créditos, así como extranjeras.

Nº.6	*Se prohíbe a las entidades del gobierno, emitir títulos valores por debajo del valor nominal de éstos.
Nº.7	*Se obliga a la bolsas de valores establecidas a mantener un mercado para los valores del Estado
Nº.8	El marco de operación y funcionamiento de la bolsa será: el pacto constitutivo, el Reglamento Interno de la Bolsa, demás regulaciones de la Junta Directiva.
Nº.9	Los reglamentos internos de la bolsas deben contener disposiciones de confidencialidad, no inferiores a la Comisión Bancaria (Superintendencia de Bancos).
Nº.10	*Los Reglamentos Internos, sus enmiendas, regulaciones y políticas de la Bolsas deberán contar con la aprobación de la Comisión Nacional de Valores.
Nº.11	*Todo interesado (persona jurídica), que desee operar una bolsa de valores deberá solicitar autorización a la CNV, mediante por medio de abogado, y deberá contener un sinnúmero de informaciones.
Nº.12	*La solicitud contemplada en el artículo 11, deberá ser acompañada de ciertos documentos.
Parágrafo	*Toda documentación emitida en el extranjero deberá ser traducida al español, si se requiere, además de estar autenticada.
Nº.13	*La CNV tendrá 30 días calendario para aprobar las solicitudes de operación.
Nº.14	*La sociedad autorizada para operar tendrá 90 días para comenzar operaciones y con una Licencia comercial tipo A.
Nº.15	La CNV podrá revocar la autorización concedida, según: a) previa solicitud, b) por incumplimiento y c) no operar 3 meses.
Nº.16	*En el Reglamento Interno de las bolsas se deberá determinar el número de puestos de bolsas. Este constituye el derecho a negociar valores en la respectiva bolsa.
Nº.17.	*Los Puestos de Bolsa se adjudicarán según el Reglamento Interno y se le denominarán Firmas Miembros de la Bolsa.
Nº.18	*Se le exige a las firmas miembros de la Bolsa (Puestos de Bolsa), mantener una o varias cuentas bancarias, con saldos mínimos suficientes que le puedan hacer frente a la negociaciones llevadas por ellas.
Nº.19	*Las Bolsas de Valores investigarán a los aspirantes a Puestos de Bolsas, para ninguna firma que haya sido condenada por droga fraudes en valores etc.
Nº.20	*Las operaciones y transacciones en los Puestos de bolsas sólo la podrán efectuar los agentes corredores de bolsa.
Nº.21	*Los valores listados para ser negociados en la bolsa, deberán contar con la aprobación previa y expresa de la CNV.
Parágrafo 1	*Cuando se trate títulos valores del mercado secundario de empresas

	registradas en la CNV, no se le aplica el artículo 21.
Parágrafo 2	*Se podrán listar sin autorización de la CNV Documentos, objeto de negociación de empresas del sector bancario, seguros, financieras etc. que sean productos de negociación individual
Nº.22	*Las Bolsas de valores deberán llevar un registro sistemático y detallado de los valores negociados.
Nº.23	*Deberán rendir a los medios de comunicación, después de toda jornada bursátil, los precios de cierre de las negociaciones así como su volumen.
Nº.24	*Cuenta con periodo de 4 meses, luego del período fiscal para presentar a la CNV, los Estados Financieros auditados.
Nº.25	*El artículo 24 se amplía a todas aquellas empresas, que hayan listados títulos valores para ser negociados en la Bolsa
Nº.26	*Los Puestos de bolsas podrán ser personas naturales, jurídicas nacionales o extranjeras, que cumplan con el artículo 19.
Nº.27	*Se deroga el Decreto No. 38 de 11 de setiembre de 1984.

Con el Decreto-Ley No.1 no se deroga el Decreto analizado en la presenta tabla, sino más bien, contempla otros aspectos en el Título IV, el cual lo modifica tanto en su letra como en su espíritu. El mismo se refiere a las Organizaciones Autoreguladas, concretamente en el caso que nos concierne a la Bolsa de Valores. Se establecen estándares de reglas internas de las entidades autoreguladas. Para las Bolsas de Valores dichos estándares incluirán normas que estimulen el desarrollo de un mercado eficiente y transparente. Veamos:

Tabla No.2

Organizaciones Autorreguladas

Título IV del Decreto Ley No.1

Artículo	Detalles
Nº.51	*Se requiere de una licencia para ejercer el negocio de Bolsa.
Nº.52	*Se detallan los requerimientos para el otorgamiento de licencia de

	Bolsa de Valores
Nº.53	*Se acepta la cancelación voluntaria, a solicitud de la organización autorregulada, pero siempre y cuando se cumpla con los requisitos para tal fin.
Nº.54	*Delinea el estándar de reglas internas de la referidas organizaciones. Son siete (7) y seis disposiciones que no podrán contener el reglamento interno de dichas organizaciones.
Nº.55	*Se adicionan al artículo anterior dos aspectos que deben cumplir las bolsa de valores: prevenir prácticas y actos engañosos y permitir que toda casa de valores pueda ser miembro de la bolsa (artículo 58)
Nº.56	*Se adicionan dos aspectos al artículo 54, que regula la centrales de valores
Nº.57	*Toda adición, modificación o derogación de las reglas internas deberán ser presentadas a la Comisión, explicando la razón de dichos cambios.
Nº.58	*Se regula la admisión de miembros en una organización autorregulada
Nº.59	*Para ser ejecutivo principal de una organización autorregulada, se requiere de licencia correspondiente, así como lo que realicen operaciones en valores deber corredores de valores.
Nº.60	*Tienen potestad de establecer sus tarifas, comisiones, contribuciones y cargos.
Nº.61	*Las organizaciones deberán fiscalizar que sus miembros cumplan con sus reglas internas y según la gravedad de cada caso, podrá expulsar suspender o limitar los derechos de los miembros.
Nº.62	*Para iniciar un proceso disciplinario contra un miembro deberá especificar los cargos formulados
Nº.63	*Permite el proceso disciplinario sumario, siempre y cuando se den cinco situaciones detalladas.
Nº.64	*La Comisión podrá sancionar a las organizaciones autorreguladas, ya sea suspendiendo o revocando la licencia. Además podrá restringir las transacciones etc.
Nº.65	*La Comisión podrá fiscalizar o sancionar a cualquiera miembro de las organizaciones autorreguladas
Nº.66	*Los miembros así como las organizaciones autorreguladas deberán llevar libros, registros. Además deberán nombrar un CPA, que preparará los estados financieros, en base a las normas de contabilidad que adopte la Comisión.
Nº.67	*Deberán presentar informes en la forma y periodicidad que prescriba la Comisión.
Nº.68	*De igual forma, se les aplicarán los artículos 29,38,43 y 44 del presente Decreto-Ley

Lo interesante de las modificaciones insertadas en la última regulación es que se trata de darle un marco legal de referencia, que conlleve a un mercado transparente, en cuanto al manejo de la información, así como en lo ético, en su desempeño.

1. Funciones de los Mercados Bursátiles:

Los mercados bursátiles son algo más que un sitio conveniente en que negociar valores. Ellos fomentan el desarrollo económico al crear un enlace entre quienes ahorran y quienes expenden el capital, y al ayudar a los inversionistas a diseminar el riesgo mediante la diversificación. [Johnson y Pazderka, (1998)].

Pueden entre otras las siguientes funciones:

- **Consolidación de fondos.** Al existir una un mercado segmentado denominado bolsa, se acortan la cantidad de contactos, es decir, la logística de las transacciones entre los diversos agentes, de igual forma, permite la consolidación de recursos, de manera que los emisores de capital no tengan que recurrir a un gran número de inversionistas o prestamistas individuales. Tómese el ejemplo, que una compañía panameña, Desea recaudar fondos (necesidad de nuevo capital), para financiar su plan de negocios, por una parte y por la otra parte hay un grupos de inversionistas locales están buscando nuevas oportunidades de inversión en el sector donde se desempeña la empresa con insuficiencia de fondos. El mercado bursátil provee un mecanismo (mercado primario de emisiones), mediante el cual los inversionistas locales pueden amalgamar (reunir) sus recursos individuales y la empresa puede accesar dichos fondos de forma directa

- **Distribución de Riesgos:** Es una de las funciones más importantes, que desempeñan la intermediación financiera, en especial, el mercado bursátil, que nos es más que difundir el riesgo.

La antedicha recolección de fondos hace algo más que acumular sumas de dinero; le permite a los participantes distribuir el riesgo por medio de la diversificación. A manera de guisa, los fondos mutuos, o en un portafolio de acciones, que tendría un riesgo menor, que de hacerlo en una mano de acciones de una sola empresa.

Es natural, que todo inversionista exija más dinero, pero se enfrenta a una realidad inevitable e inobjetable: si desea un mayor retorno, es imprescindible arriesgar más. La tensión constante entre el riesgo y la recompensa es el motor de gran parte de la actividad bursátil, a medida que los inversionistas intentan encontrar una mezcla cómoda entre ambos. (Johanson y Pazderka (1998:46)). Por lo tanto se concluye, que la diversificación es una de las formas en que los inversionistas pueden reducir el riesgo mientras maximizan sus retornos. En vista, que el fundamento de la diversificación, está en que, el desempeño económico de las empresas, no es igual, ante oscilaciones del mercado o de su entorno comercial. Por ejemplo, en el nuevo estadio, existen dos vendedores ambulantes. El primero se dedica a vender raspados, en cambio, el segundo a vender sombrillas (paraguas). Ante días soleados, el primer vendedor, tendrá buenos resultados, no así el segundo.

Pero, en la misma facilidad deportiva, existe un establecimiento formal, que se dedica a vender un sinnúmero de artículos, productos etc; y entre éstos están la venta de raspados y paraguas. En éste último caso, el clima no es una variable de importancia, ya

que al tener una gama de productos (incluyendo los antes mencionados), se podrán vender bajo cualquier circunstancia climática.

Al respecto, nos dicen Johnson y Pazderka, sobre la motivación de la diversificación bursátil.

“De igual forma, al diversificar la cartera de acciones para que contenga una variedad de acciones comunes los inversionistas tienen la oportunidad de contrarrestar el riesgo de las compañías individuales entre sí. Los inversionistas pueden usar esta herramienta para personalizar la cantidad de riesgo que están dispuestos a asumir, bien seleccionando su propia mezcla de títulos, o bien invirtiendo en fondos mutuos. Los fondos mutuos pueden ofrecer un desglose claro de sus perfiles de ingresos y riesgos proyectados de manera que los inversionistas puedan aparear los fondos apropiados con los grados de tolerancia de riesgo que tienen. El mercado bursátil surte una función social vital al permitir que el público ajuste sus expectativas futuras de consumo (y el riesgo que conllevan), según lo consideren (subrayado nuestro).

2. **Análisis de la Bolsa de Valores en Panamá.**

Una forma de demostrar el grado de importancia que ha tenido, La Bolsa de Valores de Panamá, en la economía nacional, es realizando un análisis estadístico de su desenvolvimiento en sus aspectos de negociación de títulos valores, ya sea en el mercado primario, secundario, así como la evolución del índice general de la Bolsa.

Las operaciones propiamente dichas, en la Bolsa de Valores, se iniciaron en 1991, transándose alrededor de B/. 31.2 millones en activos financieros, que para ese entonces la mejor participación la tenía la deuda local, con cerca del 66%, con 31 valores listados.

Cuadro No. 1
BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ
PERFIL DE LAS ACTIVIDADES REALIZADAS

DETALLE/ARO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Miembros de la Bolsa	10	12	17	17	17	17	17	17
Número de valores listados:								
Acciones locales	15	19	11	15	16	19	21	27
Acciones extranjeras	0	0	1	1	2	2	0	7
Deuda local	71	80	107	116	160	162	261	292
Deuda extranjera	0	2	2	2	3	18	14	13
Otros valores derivativos	4	4	4	4	4	23	26	27
Totales	99	99	123	128	183	224	322	366
Número de empresas listadas:								
Compañías locales	30	43	37	77	96	102	119	126
Compañías extranjeras	0	2	3	3	6	8	9	6
Colombias (Panamá)	1	1	1	1	1	1	1	1
Colombias (Ecuador)	0	0	0	0	0	0	0	0
Totales	31	46	41	81	103	113	129	133
Volumen bruto (Unid.)								
Acciones locales	651,376	1,199,381	6,641,745	70,893,376	2,634,416	21,569,649	62,136,397	104,379,287
Acciones extranjeras	0	0	0	0	0	675,952	13,984,818	13,645,637
Deuda local	20,813,843	80,582,141	190,316,838	213,899,333	181,498,343	281,638,108	419,817,584	643,331,993
Deuda extranjera	0	15,000,000	0	0	32,000,000	34,370,900	1,063,584	23,924,360
Otros valores y derivativos	10,363,216	3,973,223	3,783,764	4,892,250	11,327,882	116,314,579	233,943,671	60,965,884
Totales	31,228,835	85,754,765	200,944,393	290,084,988	213,382,621	444,682,781	711,223,441	846,173,982
Capitalización del mercado (Unid.):								
Acciones locales	N/A	225,833,847	419,126,537	696,897,331	831,097,490	1,379,513,993	2,153,147,632	3,466,932,406
Acciones extranjeras	N/A	0	16,873,443	64,547,637	99,660,146	34,638,572	71,622,513	343,717,588
Deuda local	N/A	239,000,000	331,100,000	441,198,678	848,698,478	1,383,387,693	1,823,587,693	1,823,587,693
Deuda extranjera	N/A	13,000,000	15,000,000	15,000,000	37,000,000	36,303,000.00	50,221,893	36,525,000
Otros valores y derivativos	N/A	73,000,000	75,000,000	76,322,021	82,322,021	116,314,579	205,643,723	123,100,000
Totales		554,833,847	877,100,000	997,767,454	1,896,779,335	2,585,377,837	4,326,226,256	5,797,882,687
Otros indicadores de mercado:								
Precio/Ganancia por acción	N/A	6.75	6.3	11.01	9.4	17.79	21.14	23.42
Precio/Valor en libros por acción	N/A	1.02	1.26	1.78	1.9	1.75	2.22	3.76

Fuente: BVP en cifras

La magnitud de la actividad se fue acrecentando, hasta llegar a la friolera cantidad de B/.848 2 millones, valga agregar 27 veces; en tanto sólo ocho años (un crecimiento compuesto de 24% anual). Pero siempre teniendo una gran ponderación, lo concerniente a la deuda local, que para el año 1998, frisaba el 76%. (ver cuadro No.1).

En ese mismo cuadro se puede notar, que el PER (Price-Earning Ratio), pasa de una razón de 6.75 para el año 1991, hasta llegar al final de nuestro análisis (1998), a 25.42 veces. El mismo tuvo una recaída para el periodo de 1994 con respecto al 1995, en vista que disminuyó de 11.01 a 9.4, se podría argüir que se debió en parte al cambio de gobierno de ese entonces. En los años subsiguientes siguió con su sendero creciente, ya que para 1996 se volvió a repuntalar con respecto al 1994, pero algo increíble casi al doble.

Del trayecto 1996-1998, se puede manifestar que la confianza se volvió a apoderar del mercado de valores, en vista que este ratio vuelve a crecer desde 17.79 a 25.42, un 43%.

Esta entidad financiera ha movido en transacciones totales la apreciable suma de 2.6 billones de balboas en los ocho de actividad, siempre manteniendo su importancia los bonos corporativos que llegan alrededor de 51.24% para el tramo de años en estudio, prosiguiendo en el orden de importancia los papeles comerciales (corto plazo). Ver cuadro No.2.

Para el movimiento del índice de la bolsa, el mismo tuvo su punto de arranque en 1992, con un índice de 100.0, arribando a junio de 1999 a 631.54, es decir, 6.31 veces. Su punto cénit, fue en junio del 98 tocando los 701.62, para luego comenzar a deslizarse

a 693.21 para setiembre del mismo año y seguir descendiendo. La razón puede ser por los problemas habidos en otras latitudes, vgr. Crisis financiera en los países emergentes, problema de la deuda con Rusia, y también por el problema de la tasa de crecimiento interna, que se tuvo que replantear en varias ocasiones, por parte de las autoridades económicas locales. Su descenso entre junio 98 –junio 99, es de 70.08 puntos en dos meses.

El índice de la Bolsa de Valores de Panamá, está compuesto por catorce empresas, las cuales se detallarán en la Tabla No. 3.

Tabla No.3

Listado de empresa que Conforman el Índice de la Bolsa de Valores

Empresa	Símbolo Borsátil
Aseguradora Mundial, S.A.	AMUN
Banco del Istmo, S.A.	BIST
Banco Internacional de Panamá, S.A.	BIPA
Cervecería Barú-Panamá, S.A.	CBPA
Cervecería Nacional	CNAL
Coca Cola de Panamá, S.A.	COLA
Corporación Incem, S.A.	ICEM
Empresa General. de Inversiones, S.A.	EGIN
Financiera Automotriz, S.A.	FASA
Grupo ASSA	ASSA
MultiHolding Corporation	MHCO
Primer Grupo Nacional, S.A.	PGNA
IDS Holding Corporation	IDSH
Unión Nacional de Empresas, S.A.	UNEM

Fuente: BVP en cifras 1999

CUADRO NO.2
BOLSA DE VALORES DE PANAMA
Volumen de transacciones por Título

Título/Año	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Total	Porcentaje
Bonos corporativos	1,031,337	17,405,333	84,464,232	170,607,645	177,447,368	153,237,461	221,291,676	319,737,196	329,483,390	1,321,441,189	47.7
Papel comercial	0	0	8,641,452	18,513,912	33,671,726	60,260,862	84,808,933	101,943,954	154,757,441	430,556,882	15.5
Acciones	206,608	652,577	1,216,890	6,641,749	70,188,958	8,654,416	24,248,153	55,880,400	118,016,722	313,572,776	11.3
Papel del Estado	1,347,369	11,004,503	5,797,002	5,603,016	8,872,523	4,861,930	83,827,711	153,547,188	80,985,084	388,024,187	14.0
Otros	741,433	1,571,133	4,488,985	5,603,016	0	6,365,931	32,486,868	80,386,673	184,941,815	316,545,855	11.4
Total	3,326,747	30,633,546	102,788,561	206,969,338	290,160,573	233,380,620	446,863,342	711,255,421	648,184,560	2,770,141,003	100.0

Fuente: BVP en Cifras

La metodología de cálculo del índice del mercado bursátil está basado en el método Paashe, y resulta como promedio ponderado de la capitalización de las acciones que reflejan más bursatilidad en el mercado. Tienen como fecha base el 31 de diciembre de 1992, está constituida por una canasta de 14 acciones, que para la fecha actual son las descritas en la tabla No. 3

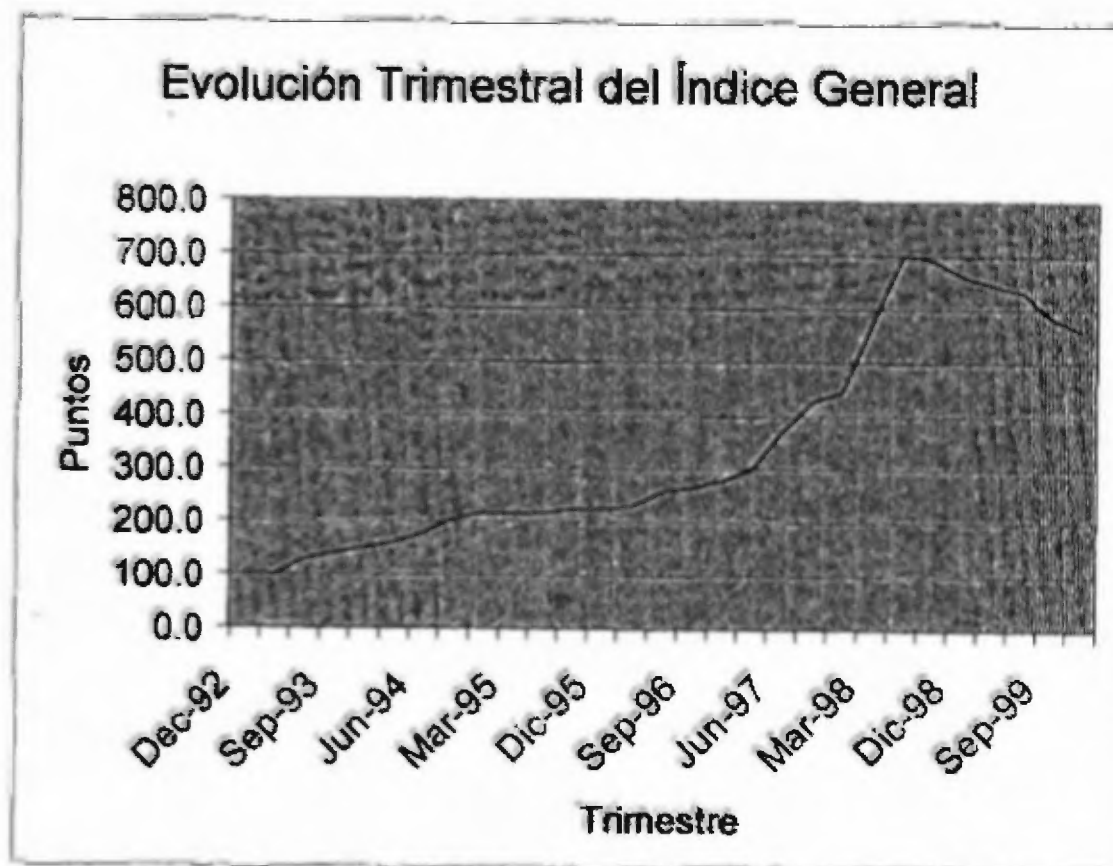
3. Normativa Legal del Mercado de Valores en Panamá

Para que todo mercado bursátil se desempeñe con transparencia en su información que sirva de acicate para el escrutinio de la gestión de éste mercado. De igual manera, que las actuaciones de los actores del mercado de valores, se encuadre en aspectos éticos; es menester que el Estado, como ente normativo, desarrolle una normativa legal que regule la operación del mercado en estudio. En el caso de Panamá, hasta la fecha han habido dos normas: la primera, que estuvo plasmada en el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970, que a su vez fue reformado, por el Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972. Tenía como objetivo primordial, la creación de la Comisión Nacional de valores, como una entidad adscrita al Ministerio de Comercio e Industria

Las atribuciones, se detallaban el artículo 2º, que a grosso modo, reglamentaban el funcionamiento de la Comisión, abogaban por la transparencia del mercado, el desempeño, de las sociedades inscritas en ella, verificaba la veracidad de la información suministrada, expedir las licencias de los Agentes vendedores de fondos Mutuos, Examinar los Estados Financieros, que vendan acciones, valores etc. Con el avance de

Cuadro no. 3
BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ
Evolución Trimestral del Índice General

FECHA	INDICE BVP
Dec-92	100.0
Mar-93	100.0
Jun-93	129.03
Sep-93	139.10
Dic-93	149.75
Mar-94	158.83
Jun-94	178.19
Sep-94	205.15
Dic-94	215.78
Mar-95	214.95
Jun-95	216.02
Sep-95	223.02
Dic-95	222.44
Mar-96	229.43
Jun-96	256.90
Sep-96	265.07
Dic-96	277.87
Mar-97	298.83
Jun-97	369.72
Sep-97	425.17
Dic-97	445.44
Mar-98	574.23
Jun-98	701.62
Sep-98	693.21
Dic-98	681.83
Mar-99	643.89
Jun-99	631.54
Sep-99	583.90
Dic-99	560.20



Fuente: BVP en Cifras

la tecnología, y los avatares del ambiente específico y del general de las empresas, así con la globalización de las economías, se hacía impostergable la adecuación de la norma, que regulaba el mercado de valores en Panamá. Por lo tanto, el Órgano Ejecutivo Nacional, promulga en la Gaceta 23.837 de 10 de julio de 1999, el Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el Mercado de Valores en la República de Panamá.

4. Objetivos

- Proteger a los inversionistas nacionales e internacionales contra prácticas indeseables y engañosas, es decir, insertar lo ético, el desempeño de las actuaciones de los funcionarios que se desenvuelven en el mercado de valores.
- Fortalecer el mercado primario y secundario de valores de Panamá.
- Promover la canalización de financiamiento (capital accionario y deuda), hacia las entidades que así lo requieran, ya sea nacionales o extranjeras. En otras palabras incentivar, la desintermediación de los valores transados en el mercado bursátil.
- Que la industria de valores cuente con una ley moderna, que contemple los avances técnicos en la materia.
- Dotar, a la Comisión Nacional de Valores, con más autoridad, recursos monetarios, y lo más importante con mecanismo administrativos y legales, que coadyuven en la supervisión del desarrollo del mercado, tanto en los aspectos correctivos, como preventivos.
- Que sirva de complemento financiero, al desarrollo del sector bancario (que también cuenta con una legislación moderna, recién aprobada), con el ánimo de fortalecer el

papel de Panamá como un Centro Bancario y Financiero. Este aspecto, se torna , como una ventaja comparativa, al momento de incorporar la economía nacional, al Mercado Común Centroamericano; tema, que han tenido los dos últimos gobiernos, al momento de "conversar" con nuestros pares centroamericanos.

5. Estructura de la Ley

El Decreto Ley está compuesto de 285 artículos, que están incorporados en XVIII Títulos, que de una manera sucinta, los esquematizaremos en la tabla No. 4 .

TABLA No. 4

Resumen de los Títulos

Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999

TÍTULO	RESUMEN
I Definiciones	*Define los conceptos que servirán de marco técnico al Decreto Ley.
II Comisión Nacional de Valores	*Se redefine a la CNV como organismo autónomo del Estado, con personería jurídica y patrimonio propio. Estará conformada por tres comisionados, con periodos diferentes de trabajo como empleados públicos a tiempo completo. *Las principales fuentes del patrimonio, transferencias del Estado, tasas y derechos que cobre por sus servicios.
III Casa de Valores y Asesores de Inversión	*Establece la obligatoriedad de licencia para explotar el negocio de Casa de Valores o de asesor de inversiones. De igual forma, esta exenta legal, es valedera para aquellos que desempeñen las funciones de Ejecutivos Principales, Corredores de Valores y Analistas. *Define Casa de Valores y Asesor de Inversiones y se definen las actividades permitidas para ambos. La CNV determinará en el Reglamento, los

	requisitos de capital neto y liquidez necesaria, de acorde con los riesgos y las obligaciones.
IV Organizaciones Autoreguladas	<p>*Como organizaciones autoreguladas se refiere a la Bolsa de Valores, y Casa de Valores y se requiere para ejercer estas funciones.</p> <p>*Se definen un marco de referencia para la puesta en marcha de los Reglamentos Internos de ambas entidades</p>
V Registro de Valores e Informes de Emisiones	<p>Establece el registro obligatorio de:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Valores que sean objeto de una oferta pública, previa autorización de la CNV. b) Acciones de emisores domiciliadas en Panamá. c) Valores listados en una Bolsa de Valores en Panamá. <p>*También se le obliga a presentar, a los emisores, a presentar informes anuales auditados e interinos.</p> <p>*Incorpora normas referentes a comunicados públicos, referentes a hechos que pudiesen afectar las emisiones.</p>
VI Ofertas Públicas de Valores	<p>*Define los términos de ofertas o ventas hechas a personas domiciliadas en Panamá, aquellas efectuadas desde Panamá o el extranjero.</p> <p>*las ofrecidas a personas no domiciliadas en Panamá (extranjero), no se consideran como ofertas hechas localmente.</p> <p>*Establece las ofertas, ventas o transacciones de valores que están exentos de registro, los cuales son:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Valores emitidos por Estado, b) Organismos internacionales, c) Inversionistas Institucionales y d) traspasos corporativos. <p>* Es obligatorio la utilización de prospectos informativos para el ofrecimiento de valores. La información que contenga dichos prospectos, será verificada por la CNV.</p>
VII Solicitud de Poderes de Voto	
VIII Oferta Pública de Compra de	*Pretende lograr, que los accionistas

Acciones	<p>tengan suficiente información para aprobar o rechazar las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), de un emisor que posea 255 o más del capital emitido y que de como resultado, que el oferente llegase a poseer el 505 o más del capital emitido.</p> <p>*Este tipo de ofertas se deben notificar a CNV, para que determine el tipo de información y documentos que deberá presentarse.</p>
IX Sociedades de Inversión	<p>*Hay categorías de Sociedades de Inversión, según la opción de redención, ya sean en abiertas y cerradas.</p> <p>*Está excluida el SIACAP y otras que CNV considere conveniente.</p> <p>*Hay obligación de registro en CNV</p> <p>*Dictamina la forma de redención de las cuotas de participación.</p> <p>*Incluye en capítulo IV, lo referente a las Administradoras de Inversión, que tendrán la obligación de tener licencia, así como, sus obligaciones.</p>
X Crédito Bursátil, Opciones e Instrumentos Derivados	<p>*Define los parámetros sobre los cuales, las casa de valores podrán endeudarse.</p> <p>*Regula los Repos, que deberán estar basados en incamientos que de cuando en cuando determina la CNV.</p> <p>*CNV tendrá la prerrogativa de dictar las normas, mediante acuerdo, sobre los términos de los contratos de derivados financieros (opciones, futuros etc.).</p>
XI Custodia, Compensación y Liquidación de Valores	<p>* Permite la emisión de valores representados por medio de anotaciones en cuentas. De igual manera incorpora el uso de los términos "y", "o" e "y/o".</p> <p>*Se le aplica la Ley del intermediario, que no es más que la creación y operación de un régimen de tenencia indirecta, a través de cuentas (desmaterialización de la tenencia de activos financieros).</p>
XII Actividades Prohibidas	<p>*Prohíbe a toda persona incurrir en actos fraudulentos o en arimañas. También el uso indebido de información privilegiada</p> <p>*Se hace extensivo, a los emisores,</p>

	oferentes etc.
XIII Responsabilidad Civil y Sanciones	<p>*Responsabilidad Civil, de cualquier persona que viole la disposición contenida en el Decreto-Ley.</p> <p>*Permite la rescisión de contrato, como una medida alternativa, antes de entablar una acción por daños y perjuicios, según lo estipulado en el artículo 204-</p> <p>*Permite la revocación de poderes de voto.</p> <p>*Estipula las multas administrativas, para cualquier persona que viole el Decreto-Ley hasta B/. 100,000.00.</p> <p>*Permite los procesos colectivos de clase.</p>
XIV Intervención y Liquidación	<p>* Estipula que son las instituciones registradas.</p> <p>*Regula la disolución y liquidación voluntaria, previa autorización de la CNV.</p> <p>*Define las obligaciones del liquidador.</p> <p>*Enumera las causales de la intervención.</p> <p>*Resuelve el nombramiento de interventores.</p> <p>*Faculta a la Comisión para reorganizar una institución registrada intervenida.</p> <p>*regula el proceso de liquidación forzosa.</p>
XV Procedimientos Administrativos para la Adopción de Acuerdos	*Norma la manera o forma (procedimiento), para que la CNV, proponga, apruebe o revoque un Acuerdo.
XVI Inspecciones y Confidencialidad de la Información	<p>*La CNV podrá ordenar investigaciones que estime conveniente.</p> <p>*Puede realizar inspecciones periódicas a las organizaciones autoreguladas.</p> <p>*La CNV, mediante resolución de Comisionados, podrá solicitar a los Tribunales de Justicia, efectuar una diligencia exhibitoria a las personas registrada en la Comisión</p>
XVII Aspectos Fiscales	<p>*No se considerarán gravables, para el cálculo del impuesto sobre la renta del impuesto de dividendo y del complementario, las pérdidas que provengan de la enajenación de valores emitidos o garantizados por el Estado.</p> <p>*Poseen igual tratamiento fiscal, las ganancias y pérdidas provenientes de la</p>

	<p>enajenación de valores registrados en la Comisión siempre y cuando que</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Se transe en una bolsa de valores u otro mercado organizado. b) Como resultado de la aceptación de una oferta pública de compra de valores. c) Resultado de una fusión, consolidación o una reorganización corporativa. <p>*Tasa única del 5% sobre los intereses que se paguen o se acrediten sobre valores registrados en la Comisión. Deberá ser retenido en la fuente, por la persona que pague o acredite.</p> <p>*A partir del 1/1/2000, se exime del pago de timbres a los valores registrados en la Comisión.</p>
XVIII Disposiciones Finales	<p>*Permite al Estado, las entidades autónomas, semi-autónomas y de capital mixto emitir, colocar valores bajo par.</p> <p>*Da la opción a las entidades esbozadas anteriormente reposeer (recomprar) valores.</p> <p>*No tendrán obligación de reponer títulos que hayan sido emitidos al portador.</p> <p>*Permite la desmaterialización (tenencia indirecta) de valores emitidos por las entidades gubernamentales.</p> <p>*Los contratos de empréstitos y de emisiones de valores internacionales que celebre el Estado (incluyendo las entidades gubernamentales) podrán estar sujeto a leyes extranjeras (cortes extranjeras), a pesar que se hayan firmados otorgados y refrendados dentro del territorio nacional.</p> <p>*Se reforma el artículo 58 de la Ley 56 de 1995, los artículos 4, 5, 8, y 11 de la Ley 10 de 1993.</p> <p>*No es aplicable el Título II de la Ley 29 de 1996.</p> <p>*Se modifica el artículo 1639 del Código Judicial.</p>

	<ul style="list-style-type: none">*Todo documento dirigido a la Comisión deberá ser en español, en caso contrario deberá ser traducido por un intérprete autorizado.*El Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Economía y Finanzas podrá reglamentar las disposiciones del Decreto-Ley.*El título II entrará en vigencia a los 30 días de la promulgación y el resto del articulado 4 meses después*Se derogan una serie de leyes etc.
--	---

Se espera que con la puesta en marcha de esta normativa legal, se incentive el uso del mercado de valores, basados en la transparencia de la información y lo ético en la actuación.

TERCER CAPÍTULO

IMPORTANCIA DE LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS.

A. POR QUÉ ADMINISTRAR LOS RIESGOS FINANCIEROS

El empresario, ya sea el capitalista o en su defecto el capitalista profesional (administrador) al emprender la búsqueda de los objetivos del sistema empresarial, realiza una actividad y como tal comporta un riesgo, por lo tanto el riesgo es consustancial con el hombre. Ello se recoge en la aceptación del término “Posibles daños o pérdidas a que estamos expuestos”. Pero la conceptualización anterior, cabría en la categoría de riesgo puro o aleatorio.

Este concepto de riesgo aleatorio no es el que utilizaremos para propósito del presente trabajo de investigación, sino más bien el entendido como riesgo empresarial; en donde el empresario lo califica y lo evalúa, conscientemente o inconscientemente, como una situación similar a la incertidumbre ante la obtención de un resultado que puede representar ganancia o pérdida. (ver tabla N°.5)

Tabla N°.5

Riesgos en la Empresa

I. Riesgos especulativos o empresariales

Consecuencia: Pérdidas o Ganancias.

Tratamiento: Ciencias empresariales o Management.

Clases:

- 1) **Técnicos -Económicos**: Rentabilidad de nuevas inversiones, nuevos procesos....
- 2) **Mercadológicos**: Nueva competencia, lanzamiento de nuevos productos, energía.
- 3) **Socio-Económicos**: Cambios sociales o de moda, problemas laborales, etc.
- 4) **Financieros -Bancarios**: Créditos dificultades de cobro etc.
- 5) **Políticos -Legislativos**: Nacionalizaciones, cambio de normas y leyes etc.

II Riesgos puros o aleatorios.

Consecuencia: pérdidas o no pérdidas.

Tratamiento: Técnicas del Risk Management.

Clases:

- 1) **Personales**: Accidentes de trabajo, invalidez etc.

- 2) **Físicos:** Fuego, robo, contaminación etc.
 - 3) **Responsabilidad Civil:** Daños a clientes, a terceros etc.
 - 4) **Pérdidas Financieras:** A consecuencia de un daño físico, ruptura de ventas, proceso de fabricación.
 - 5) **Políticos-Sociales:** Guerras, huelgas, motines etc.
- Fuente: Pere Durán Farell

Del esquema anterior se puede ver con meridiana claridad, que el norte de la investigación son los riesgos empresariales, ya que en ellos se puede ganar o perder, específicamente podrían ser de índole económico, en lo concerniente a nuevas inversiones, o financieros si se refieren a créditos o en su defectos dificultades referentes al entorno financiero.

La volatilidad de los mercados, en donde nos desenvolvemos, ya sea, el de factores, o el de producto está en constante dinamicidad trayendo detrás de sí, oscilaciones en las variables del entorno económico, poniendo en algunos casos en entredicho nuestra estrategias financieras, los que nos lleva a (...) ante el ritmo de evolución y cambio del mundo que nos rodea, para sobrevivir, para evitar los que hemos denominado "shock del futuro", el individuo debe convertirse en un ser infinitamente más adaptable y sagaz que en cualquier tiempo anterior. Debe buscar maneras totalmente nuevas de fijarse, pues todas las viejas raíces --religión, nación, comunidad, familia o profesión- sienten ahora la sacudida del impacto huracanado del impulso acelerador. [Toffler, A. en Durán P. (1982)].

Por otra parte hay un aumento de la competitividad de las empresas y las organizaciones, así como la globalización de los mercados y la tendencia cada vez mayor en la personalización de los clientes, obliga a la Alta Dirección a mantenerse en estado de

alerta para liderizar y motivar a su organización en la consecución de una respuesta rápida a una acción eficaz de la competencia, y mejor aún para realizar aquellas actuaciones que les sirvan para tomar delantera a sus rivales. [Alarcón, J. (1998)].

En este marco de actuación, el desarrollo empresarial se basa en el conocimiento y la puesta en práctica de aquellas técnicas y herramientas y conductas que en conjunción con la innovación tengan como objetivo el acrecentamiento de la empresa, en su espacio temporal, ya sea a corto, medio o largo plazo. Entre esas técnicas empresariales, que se tienen a la mano, es el proceso de reingeniería, para qué es, cómo se aplica y en última instancia los beneficios de su aplicación.

Muchas empresas participan en el negocio de la administración de riesgos. Las más competentes lo consiguen, otras fallan. Mientras algunas empresas asumen pasivamente los riesgos financieros, otras intentan crear una ventaja competitiva a través de una exposición juiciosa a estos tipos de riesgos. En ambos casos, sin embargo, los riesgos financieros deberían ser vigilados cuidadosamente ya que significan un alto potencial de pérdidas financieras importantes [Jorion, Ph. (1998)]. Más adelante se explica la forma de gestionar los riesgos financieros y las medidas de control atinadas en su uso.

Por lo general la unidad económica se ve expuesta a tres tipos de riesgos:

- **Riesgos de negocios** son aquellos que la empresa está dispuesta a asumir para crear ventajas competitivas y agregar valor para los accionistas, tales como el diseño del producto mercadotecnia.

- Riesgos estratégicos: son los resultantes de cambios fundamentales en la economía o en el entorno político. Tales como la expropiación, nacionalización etc.
- Riesgos financieros: están correlacionados con las probables pérdidas en los mercados financieros. Se puede mencionar las fluctuaciones en las tasas de interés, los tipos de cambio etc., los cuales constituyen una fuente importante de riesgos para las empresas. La exposición a riesgos financieros puede ser optimizada de tal manera que las empresas puedan concentrarse en lo que es su especialidad: administrar su exposición a los riesgos de negocio [Jorion, Ph (1998:24)].

Un conocimiento amplio y cabal del riesgo permitirá que los administradores financieros estén en capacidad de planificar su exposición al riesgo, de tal forma que le permita anticiparse a los estados adversos, como las consecuencias de éstos en los resultados de su gestión. Esto conlleva a poder ofrecer mejores condiciones financieras que su competencia.

Por lo tanto la administración del riesgo es el proceso mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo. En suma, la administración del riesgo financiero se ha convertido en una herramienta esencial para la sobrevivencia de cualquier negocio. [Jorion, Ph. Op.cit.)].

B. REINGENIERÍA E INNOVACIÓN FINANCIERA

Se define la reingeniería de los procesos como: "Una comprensión fundamental y profunda de los procesos de cara al valor añadido que tienen para los clientes, para conseguir un rediseño, en profundidad de los procesos e implantar un cambio esencial de los mismos para alcanzar mejoras espectaculares en medidas críticas del rendimiento (costes, calidad servicio, productividad, rapidez...) modificando al mismo tiempo el propósito del trabajo y los fundamentos del negocio, de manera que permita establecer si es preciso unas nuevas estrategias corporativas [Alarcón, J (1998:15)].

En este contexto, interesa saber a profundidad los procesos financieros, a los cuales se ve abocada la empresa (cobros, créditos, venta en extranjero, tasa de interés etc), para su cambio a través de un rediseño de su forma de actuar (coberturas), buscando un valor añadido en sus rendimientos financieros y económicos; todo bajo el paraguas de una estrategia corporativa. Por lo tanto en el ámbito financiero, se cuenta con las herramientas de la innovación financiera.

Muchos autores, denominan a la innovación financiera, como ingeniería financiera, que para efectos de una aproximación conceptual del mismo la describiremos como "la creación de productos financieros complejos y compuestos con activos al contado y opciones; y futuros sobre los mismos con objeto de lograr posiciones de menos riesgos". [Cano, J. (1997)].

La causa primordial de la aparición de estas técnicas, al servicio de la gerencia moderna de las finanzas, no es ni más ni menos que la falta de estabilidad. Dicha falta

tanto en el sistema de cambios, tipos de interés, en los mercados de deudas soberanas, en resumen un acrecentamiento del conjunto de operaciones financieras y comerciales. Muchas empresas se han dado cuenta que esta inestabilidad puede causarles dificultades en la consecución de cajas previstos y en algunos casos, llevarles a la quiebra o a tomas de control hostiles. Todo ello ha creado la demanda de instrumentos financieros, que gestionen este tipo de riesgos. [De Castro y Mascareñas (1997)].

A lo anterior hay que agregarle, que la gestión de estos instrumentos financieros requiere un uso juicioso, por el alto grado de apalancamiento. El uso juicioso se puede efectuar mediante medidas de control en la ejercitación de los mismos. Razón por la cual se incorpora en epígrafe posterior, las medidas conducentes a tal fin.

C. CARACTERÍSTICA DE LA INNOVACIÓN FINANCIERA

La ingeniería financiera, tiene sus características, que siguiendo a De Castro y Mascareñas, se pueden enumerar como las siguientes:

- La existencia de un objetivo: Se trata de elaborar una operación con vista a conseguir algo, como puede ser la disminución del riesgo o la consecución de un crédito.
- La combinación de instrumentos: precisamente la Ingeniería Financiera surge cuando aparecen instrumentos que pueden ser combinados entre sí con efectos incluso diferentes de aquellos para los que fueron originalmente creados.
- La conjunción de operaciones: que aisladamente pueden ser consideradas de inversión y financiación, generalmente con la intención de que las posiciones queden compensadas.
- Operaciones siempre a medida: Por tanto en número prácticamente infinito, ya que cada operación puede ser diferente en función de las condiciones del problema de los instrumentos que se empleen y del objetivo a alcanzar.
- Internacionalización de las operaciones: La mayor parte de las operaciones requieren la utilización de instrumentos específicos de mercados internacionales o que sólo se negocian en dichos mercados.

A lo largo del presente capítulo, se han descrito los riesgos que enfrenta la empresa como sistema abierto que es, ya sea como financieros, económicos, que para los autores que se están parafraseando ahora, los denomina ambientales, como aquellos que afectan los resultados de la unidad económica, debido a cambios imprevistos en el

ambiente económico y que por antonomasia están fuera de su control. Entre los cuales se pueden detallar:

- Movimientos en los precios de las materias primas (commodities).
- Variaciones en los tipos de cambio de las divisas en la que se denominan dichas materias primas.
- Cambios en el tipo de cambio de su propia moneda.
- Cambios en la tasa de interés.
- Alteraciones en los tipos de interés de otros países, que afectarán a sus competidores, y por lo tanto, al comportamiento de las ventas de la empresa.

Al estudiar la confluencia de cada uno de los factores detallados, en particular o en forma global, la empresa puede delinear su **perfil de riesgo** (Fig. 14) .

Frente a estos, nuevos o mayores riesgos las empresas tratan de forma introspectiva examinar su estructura y las características de la competencia, teniendo como fin identificar, los riesgos que le pueden afectar en grado sumo.

Ante esta disyuntiva la empresa sólo le resta: a) tratar de preverlos intentando evitarlos y b) ante la ineficacia manifiesta de las previsiones, trata de cubrirse, ya sea cambiando o reforzando el perfil de riesgo. Con esta actitud no trata de obviar el riesgo sino más bien gestionarlo. En consecuencia, las empresas identifican sus riesgos, luego dibujan los perfiles de los mismos con relación a cada factor que les puede afectar en su

Perfil de riesgo

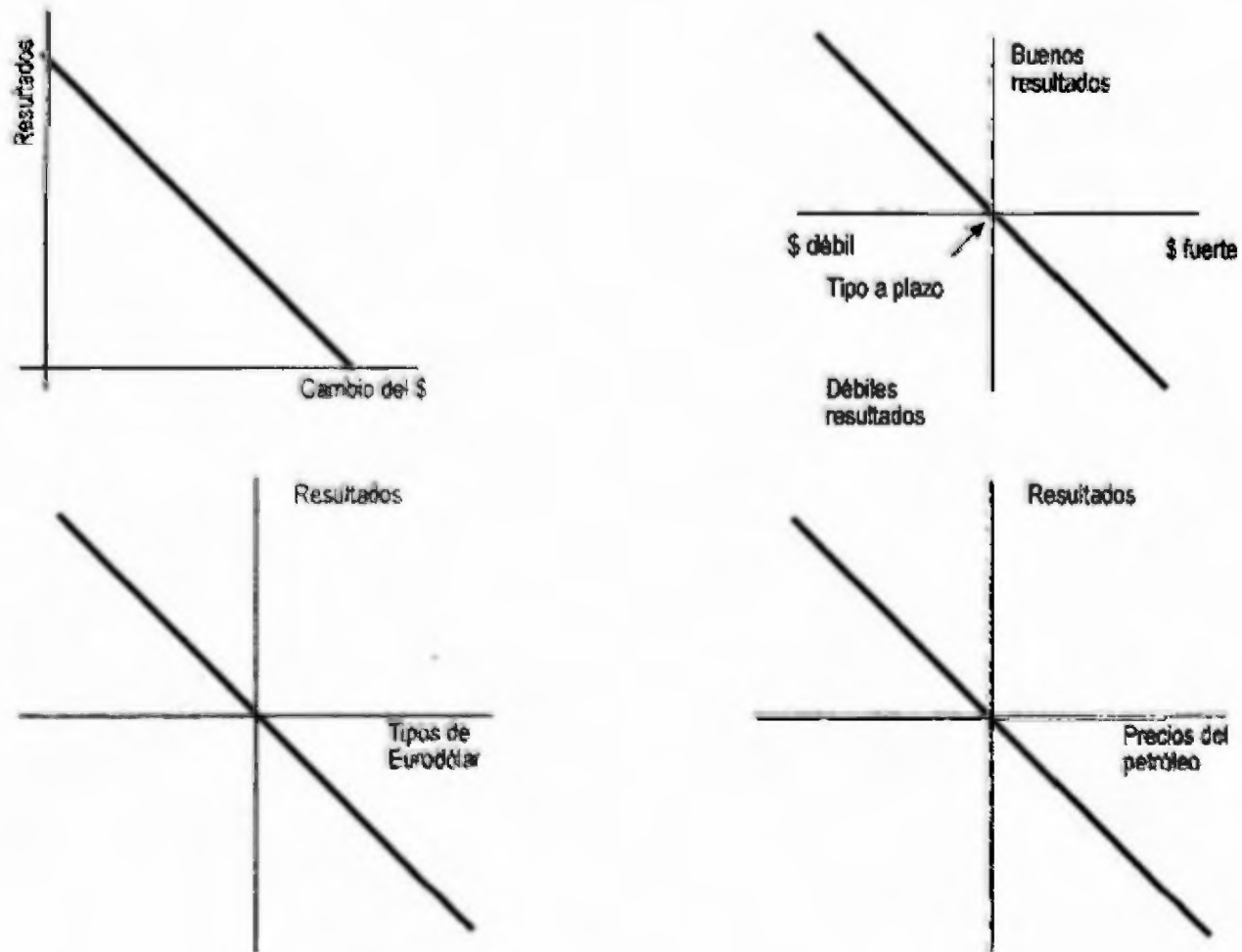


FIGURA N°14

comportamiento y, por último, se centran en aquellos que más le afectan. [De Castro y Mascareñas (1997:424)].

Entonces se puede enmarcar en lo que se llamaría el proceso administrativo de los riesgos (Fig. 15), en donde se nota que existen dos alternativas, con respecto a los mismos, es decir, eliminarlos o transferirlos, con el auxilio de las coberturas o la diversificación. En su defecto administrarlos por medio de políticas, límites y reservas de capital, que en su oportunidad no es lo más acertado, en vista que descansa sobre aspectos de controles, que en la mayoría de las veces son inocuos; en consecuencia, s

Junto con la posibilidad de flexibilizar, transformar y eliminar los riesgos de mercado viene también la obligación de hacerlo. Cuando no era posible cubrir los riesgos de mercado no existía la responsabilidad de medirlos y analizarlos, puesto que no se podía hacer nada con ellos. [Rodríguez, J. (1998)].

La situación hoy, día es totalmente diferente, en donde no cubrir los riesgos a movimientos financieros adversos es igual a asumirlos. Por lo tanto es una condición sine qua non de la gerencia moderna es saber cubrirlos, tal es el caso siguiente:

Proceso de administración de riesgo

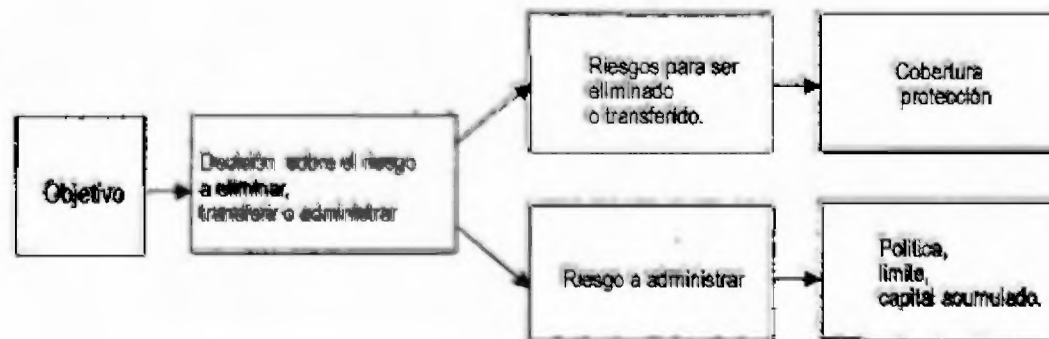


FIGURA N °15

Un reciente caso que llegó a los tribunales en Indiana (EEUU) demuestra que la obligación de parte de la dirección de una compañía de cubrir sus riesgos de mercado cuando resulte posible hacerlo no es sólo una hipotética obligación moral, el no hacerlo puede acarrear responsabilidades civiles por negligencia.

El caso en cuestión (Brane vs. Roth 1980) concierne a una pequeña cooperativa agrícola en Indiana en la que varios agricultores de la zona formaron una compañía para centralizar la venta de sus cosechas. En 1980 el mercado de granos tuvo una fuerte caída que hizo que la cooperativa sostuviese pérdidas de alrededor de USD 424,000 en la cosecha del año. El director de la cooperativa podía haber evitado las pérdidas vendiendo futuros en el mercado de Chicago (y de hecho estaba explícitamente autorizado para hacerlo por sus accionistas), pero a pesar que la cosecha fue de USD 7,300,000 aproximadamente, el director vendió en el mercado de futuros tan sólo una ínfima parte de la misma (USD 20,000).

El director había sido expresamente autorizado para cubrir el riesgo de precio en el mercado de futuros (y de hecho el contador de la compañía había aconsejado en este sentido al consejo de la dirección), pero el director como dijimos cubrió tan sólo una ínfima parte del riesgo, por lo que los accionistas llevaron al director ante los tribunales por negligencia en el desempeño de sus funciones. El director fue declarado culpable y perdió su última apelación en junio de 1992. Fuente: J. Rodríguez (1998)

A pesar que el caso anterior se dio en el país nortño, crea un precedente interesante e importante, ya que se establece que la ignorancia de los instrumentos derivados no es excusa para no usarlos en la gestión de la empresa.

Un director de empresa moderno tiene tanta la obligación de tener familiaridad con los instrumentos derivados financieros como tiene la obligación por ejemplo de conocer principios de contabilidad. El caso pronto extenderá sus aplicaciones por Estados Unidos y de allí al resto del mundo, ya que el riesgo financiero existe en todas las jurisdicciones. (Rodríguez, J. (1998:21).

La actitud de gestionar los riesgos, derivados de su perfil, conlleva a la Ingeniería financiera, que con sus características, conduce a la materialización de:

- El cambio del tipo de operaciones que realiza la empresa, a manera de guisa, fusionándola con otra empresa que tenga un perfil de riesgo diferente.
- Añadir a su cartera alguna operación financiera, que cubra los posibles riesgos, como el uso de los derivados financieros de los que comúnmente se les llama fuera de balance (off of the balance), que permiten a la empresa dejar sus operaciones intactas mientras la protegen de las fluctuaciones en su ambiente.

Todo lo anterior le permite a la empresa dedicarse a su actividad principal (core activity), gestionando el riesgo ambiental, con el auxilio de los derivados financieros, que es el mayor logro de la innovación financiera.

D. DERIVADOS FINANCIEROS

Se pueden definir como "un contrato privado el cual deriva la mayor parte de su valor del precio de algún activo, tasa de referencia o índice subyacente, tales como una acción, una divisa o un producto físico". Por lo tanto, es un mecanismo a través del cual las instituciones, empresas o personas, para que pudieran cubrirse eficientemente contra los riesgos financieros.

La cobertura de los riesgos financieros es similar a la adquisición de un seguro, en vista que proporciona protección contra los efectos adversos de las variables sobre las cuales no tienen control ni los agentes (negocios) ni los países. El otro aspecto de la cobertura es que algunas de las contrapartes pueden ser especuladores, que confieren liquidez al mercado con la esperanza de obtener ganancias de sus transacciones. Por lo tanto, el riesgo ha generado los derivados [Jorion, Ph. (1998)].

Los derivados son animales raros. Separan la tenencia del activo de los riesgos del mercado. Por ejemplo, una posición compra-venta sobre un forward referido a una acción, no le otorga al tenedor del contrato ningún derecho accionario (pago de dividendos) hasta la expiración del mismo. No obstante expone al propietario a los riesgos de mercado. Como la inversión inicial puede ser muy pequeña, los derivados pueden ser utilizados para crear apalancamiento. [Jorion, Ph. (1998:31)]

Tabla No. 6

Evolución de las Herramientas de Administración de Riesgos.

Año	Instrumento Financiero
1972	Futuros sobre divisas
1973	Opciones sobre acciones
1975	Futuros sobre T-bonds
1981	Swaps sobre divisas
1982	Swaps sobre tasas de interés, Futuros sobre T-notes, futuros sobre eurodólares; futuros sobre índices accionarios; opciones sobre futuros de T-bonds
1983	Opciones sobre índices accionarios; Opciones sobre futuros de T-notes; Opciones sobre futuros de divisas; Opciones sobre futuros de índices, caps y floors de tasa de interés
1985	Opciones sobre eurodólares, Swapciones
1987	Opciones estructuradas OTC; Opciones
1989	Futuros sobre swaps de tasas de interés;
1990	Swaps de índices accionarios
1991	Swaps diferenciados
1993	Captions; Opciones FLEX listadas en bolsas
1994	Opciones sobre créditos estructurados

Fuente: Philippe Jorion 1998

Para darle respuesta a la necesidad de administrar y cubrir los riesgos financieros, los mercados han ido ofreciendo una gama variada de derivados financieros, tal como se puede visualizar en la tabla no. 6; además que no es raro que los primeros derivados ofertados fueron en los inicios de la década del setenta, ya que como es consabido fue en esa época que se dan las primeras muestras de volatilidad del mercado en toda su extensión.

Estos instrumentos de ingeniería financiera, han tenido un nivel de aceptación majestuosa, en vista que como se ha dicho, en párrafos precedentes, es una alternativa estratégica, y una condición esencial en la gestión moderna de la empresa: eliminar los riesgos consecuentes del quehacer financiero diario. Según datos del Banco de Pagos Internacionales, con sede en Suiza, para 1986 se había aperturado 1,083 miles de millones de contratos en los mercados globales, cifra que se trepa a 20,038 miles de millones para 1994, lo que da luces sobre el grado de aceptación en el uso de los derivados financieros. Pero se ha cometido muchos errores en el uso de los derivados, que provienen de su escasa comprensión de sus funciones básicas.

Parafraseando a Philippe Jorion, se detallará las posibles razones de este crecimiento amorfo, en el uso de los derivados financieros, a saber:

- **Volatilidad creciente en una economía globalizada:** La globalización de los mercados y los distintos productos financieros existentes han expuesto a las empresas adicionales de los riesgos financieros. Esta volatilidad ha creado la necesidad de utilizar productos derivados, los cuales asumieron, a su vez, un lugar importante en el acervo de los instrumentos financieros de protección.
- **Cambios tecnológicos:** Los cambios tecnológicos provienen de avances en dos frentes: equipo físico y la teoría financiera. Por un lado, el advenimiento de comunicaciones más baratas y el desarrollo computacional han conducido a innovaciones financieras, tales como operación global durante 24 horas y los sistemas de administración de riesgos en línea. Por otro lado, los avances en la teoría financiera moderna han permitido a las instituciones la creación de nuevos

instrumentos y un mejor entendimiento de la administración dinámica de los riesgos financieros.

- **Acontecimientos políticos:** mientras los gobiernos fueron vistos como el principal vehículo de crecimiento económico en los sesenta, la conformidad generalizada con esta política condujo a cambios políticos mayores en lo setenta. Esto creó un movimiento mundial hacia políticas orientadas al mercado y hacia la desregulación de los mercados financieros. Con la creciente volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés, las instituciones financieras adquirieron una clara conciencia de la necesidad de prestar más atención a los riesgos financieros.

Hay que resaltar, que en la presente década la tecnología que respalda la creación de los instrumentos derivados cada vez más complejos, ha avanzado a paso agigantados. Los dos lustros pasados se observa un crecimiento interesante de los derivados financieros, hoy día se debe considerar la presente época de consolidación, en la medida que se ha obtenido un mejor control de estos instrumentos financieros, con el auxilio de sistemas formales de administración de riesgos.

La presente investigación se centra en los riesgos de mercado, muy a pesar que la empresa en la actualidad se ve abocada a múltiples riesgos financieros entre éstos, riesgos de crédito, riesgo de liquidez, riesgo operacional y riesgo legal.

E. TIPOS DE RIESGO

1. Riesgo de Mercado

Se deriva de cambios en los precios de los activos y los pasivos (volatilidades), se misura a través de cambios en el valor de las posiciones abiertas. El incluye, el denominado riesgo de base que no es más que el cambio entre el precio de contado y el precio a futuro de un determinado activo. El mismo reside en que dicha base varíe desfavorablemente respecto a una determinada posición estratégica de cobertura. Ello ocurre si la base se reduce en una cobertura larga (de compra) o se amplíe en una cobertura de venta (corta) respecto a la estipulada.

El riesgo de mercado puede asumir dos formas: el riesgo absoluto, medido por la pérdida potencial en términos de monedas, y el riesgo relativo, relacionado con un índice base. El primero se concentra en la volatilidad de las ganancias totales, en cambio, el segundo cuantifica el riesgo en términos de la desviación respecto al índice. [Jorion, Ph. 1998:36)].

Existe un sistema denominado VAR (Value at Risk) que permite cuantificar el riesgo de mercado, permitiendo a la administración tomar medidas correctivas de forma rápida en el caso de pérdidas o de exposiciones inusuales. Sobre este método analítico se volverá más adelante.

2. Riesgo de Crédito

Aparece cuando una de las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir sus obligaciones contractuales. La magnitud del daño se

cuantifica por el costo de oportunidad de los flujos de efectivo si la otra parte no cumple. De otra forma se asume el riesgo de crédito cuando las agencias calificadoras de riesgo sitúan un una clase a nivel especulativo, conllevando que las obligaciones de la empresa en referencia caigan de valor en el mercado.

3. Riesgo de liquidez

Asumen dos facetas: liquidez mercado/producto y flujo de efectivo/financiamiento. El primero se refiere cuando una transacción no se puede ser cristalizada a los precios prevalecientes en el mercado a causa de la poca operatividad del mismo. Es difícil de cuantificar y varía con las condiciones del mercado, además se puede administrar imponiendo límites a ciertos mercados o productos.

Para con el riesgo flujo de efectivo/financiamiento es debido a la incapacidad de conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios, lo cual puede forzar a una liquidación anticipada, transformando en consecuencia las pérdidas en papel en pérdidas reales [Jorion, Ph, op cit].

En cuanto al de financiamiento (fondeo) se controla por la planeación debida de los requerimientos de flujos de efectivo, los cuales pueden ser controlados estableciendo límites a los desajustes de flujos de efectivo.

4. Riesgo operacional

Se refiere a las pérdidas potenciales resultantes de sistemas inadecuados, fallas administrativas, controles defectuosos, fraude, o error humano etc.

La mejor protección contra el riesgo operacional consiste en la redundancia de sistemas, la definición clara de responsabilidades con fuertes controles internos y la planeación regular de contingencias.

5. Riesgo legal

El se presenta cuando la contraparte no tiene la autoridad legal o regulatoria para realizar una transacción. Puede degenerar en conflictos entre los accionistas contra las empresas que sufren pérdidas.

Se dijo en párrafos precedentes, que la alternativa de acción frente a la cáfila de riesgos que se ve abocada hacerle frente la empresa moderna era gestionarlo y la ingeniería financiera ha esquematizados los derivados financieros, que al tenor de la contabilidad se conocen como transacciones tipo off- balance- sheet (que no aparecen en los balances financieros). Con tal fin se utilizan los derivados como: forwards, swaps, futuros y opciones, que en la última modificación a la Ley de Valores, incorpora estas figuras en la Bolsa de Valores.

Todos los derivados financieros, que por regla general están fuera de balance, tienen en común, los siguientes elementos:

- Están fuera de balance, y,
- Son contratos entre dos partes.

F. FORWARD

Lo definimos como acuerdos privados de intercambio de un activo dado en una fecha predeterminada en el futuro, dicho de otra forma, sería: Un contrato a plazo (Forward), es un acuerdo entre dos partes para comprar o vender un activo o mercancía en una fecha futura, a un precio pactado en el momento presente [Adell R. y R. Romeo (1997)] Para que el presente instrumento sea operativo es menester que, las partes interactuantes deben especificar de antemano, lo siguiente:

- El bien, mercancía o activo financiero objeto de la transacción.
- El precio al cual se llevará a cabo la operación.
- La fecha focal
- El lugar en donde se llevará a término
- La forma de pago. (ver figura No. 16)

La aplicación básica es la de transferir o eliminar riesgos, y en base a Ramón Adell y Remedios Romen, presentaremos algunos esquemas o ejemplos. Veamos:

Ejemplo1

Un productor de trigo, en el momento de la siembra no sabe el precio al que podrá vender el grano una vez cosechado. Al mismo tiempo, un fabricante de harina, antes de la cosecha de trigo, no sabe cuanto le costará la materia prima que precisa para su proceso productivo. Finalmente, un fabricante de pan tampoco puede conocer con anterioridad a la cosecha el precio que tendrá que pagar por la harina.

Futuros

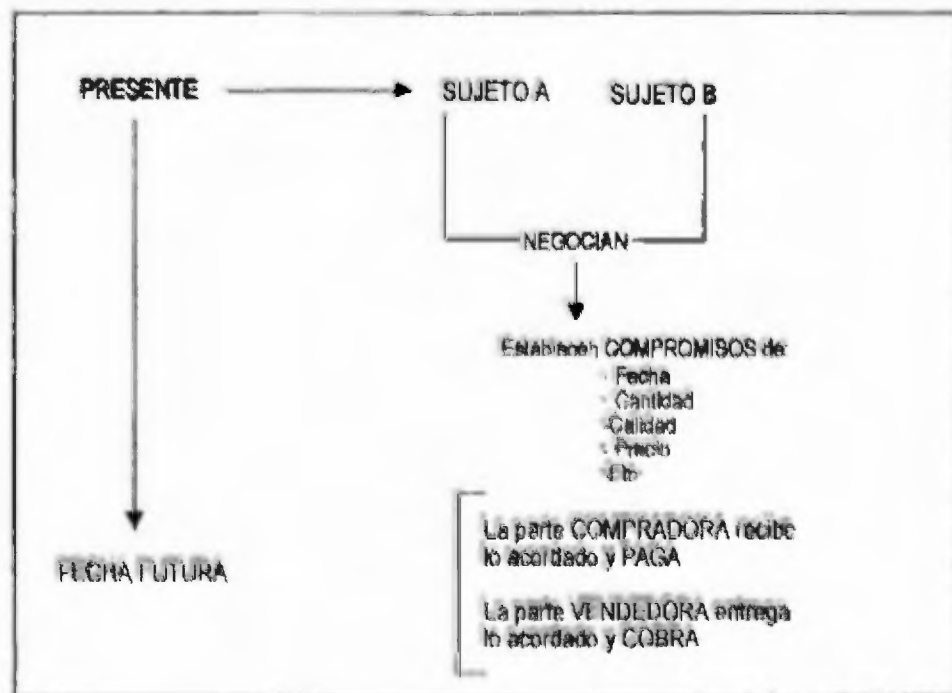


FIGURA N°16

Una posible, vía de eliminar esta cadena de incertidumbre sería la siguiente:

- El agricultor y el fabricante de harina pactan que un contrato a plazo. En virtud de este contrato, el primero se compromete a vender el trigo al segundo a un precio acordado hoy. Tal precio será el resultado de una negociación bilateral y debe resultar razonablemente justo a ambas partes. Además del precio, también acuerdan la fecha de entrega, la localización del silo, la calidad del trigo que se entregará y la forma de pago que, normalmente, será en dólares.
- Una vez el fabricante de harina conoce el costo de su input (insumo) principal, aún tiene un problema por resolver: el precio al que podrá vender la harina. Para solucionar este problema puede negociar un precio-compra aplazada con el fabricante de pan. Es decir, puede negociar un nuevo contrato a plazo con éste último.

Mediante el establecimiento de dos contratos a plazo, se ha podido mitigar la incertidumbre producto del desconocimiento de los precios del insumo así como del precio de venta del producto.

A pesar, que este instrumento es de lo más simples de los derivados financieros, de él se pueden desprender varias características, que pueden ser las siguientes:

- No existe ningún desembolso inicial.
- Únicamente al vencimiento del contrato hay un solo flujo de dinero a favor del ganador: el flujo de liquidación o settlement flow. Por lo tanto, el valor del contrato tan sólo se descubre a posteriori.
- El contrato es, sin embargo vinculante: no permite ninguna elección en el futuro, como ocurre en el caso de la opción.

- No existe mercados secundarios para los forwards.
- El riesgo de crédito en un contrato forward puede llegar a ser bastante grande y además es siempre bilateral: el perdedor puede ser cualquiera de las partes.

Por otra parte, este mecanismo de cobertura implica ciertos tipos de costos de transacción tales como:

- Búsqueda de la contrapartida, que denota el encuentro de la pareja, que se hace bastante difícil en un sistema económico complejo, el cual está integrado por una multitud de agentes con distintas características.
- Proceso de negociación, es la mecánica de pactar el precio y las condiciones del acuerdo a plazo, que satisfaga a ambas partes.
- Evaluación del riesgo de insolvencia, es el aseguramiento que la contrapartida tiene la suficiente solvencia financiera, que de indicios ex ante del cumplimiento del acuerdo.

1. Valuación de los forwards

Todo inversionista tiene dos alternativas, las cuales económicamente son equivalentes.

- Comprar n unidades del activo al precio S_t y mantener la tenencia durante el mismo periodo.
- Iniciar un contrato forward para comprar una unidad del activo en un periodo.

En la primera alternativa, la inversión crecerá con la reinversión de los dividendos, exactamente a una unidad del activo después del periodo (t) . En cambio en

la alternativa restante, el contrato no cuesta nada, pero se debe mantener a la mano efectivo suficiente para pagar F_t en el futuro. Después de un año, ambas alternativas conducen a una posición sobre una unidad del activo.

Por lo tanto, su costo inicial debe ser idéntico. Esto conduce a la relación fundamental entre los precios forward y los precios spot, conocida como el costo de acarreo [Jorion, Ph. (1998:152)].

$$F_t e^{-rt} = S_t e^{-y_t} \quad 3.1$$

S_t = precio spot del activo
 F_t = precio forward de un activo
 r = tasa libre de riesgo
 y_t = rendimiento del activo
 t = plazo para el vencimiento

Aquí abarca:

- Futuros sobre acciones tales como índices accionarios, que realicen un pago continuo de dividendos.
- Futuros sobre divisas, donde los dividendos llegan a ser la tasa de interés de la divisa $y = r^*$.
- Futuros sobre productos físicos, donde el rendimiento de conveniencia o beneficio derivado de la posesión del producto en efectivo, puede ser interpretado como un pago implícito de dividendos.
- Futuros sobre productos físicos en los que se incurren en costos de almacenamiento, como el oro y la plata, en cuyo caso el costo del almacenamiento se puede considerarse como un dividendo negativo.

Si se deseara valuar un contrato forward donde el precio de compra del contrato (K) se fija con antelación. La inversión en el activo fijo puede ser recuperada comprando el contrato adelantado existente, el cual tiene un valor f_t , y se establece como colateral el valor presente del precio de compra K :

$$f_t = S e^{-yt} - K e^{-rt} \quad 3.2$$

K = precio de compra fijado de antemano

F_t = valor actual del contrato

La formula anterior es esencial para cuantificar el riesgo de los contratos adelantados o a plazos. Demuestra que, aunque la inversión inicial sea cero, el poseedor del contrato puede estar sujeto a fluctuaciones sustanciales en el valor del mismo, tal como se muestra en recuadro siguiente. De aquí la imperiosa necesidad de controlar el riesgo. [Jorion, Ph, op cit)].

SHOWA SHELL: PÉRDIDAS EN FORWARDS SOBRE DIVISAS

En febrero de 1993, Showa Shell, una filial del Royal Dutch/Shell Oil group, anunció que había perdido alrededor de 125 mil millones de yenes en contratos forward (\$1.05 mil millones de dólares). Esto representaba más de tres veces las ganancias de la compañía por 40 mil millones de yenes el año anterior.

Showa shell compra petróleo en dólares, el cual revende a clientes nacionales. Apparently, a partir de 1990, algunos empleados establecieron contratos forward excediendo el límite de la empresa. El problema se agravó por las reglas contables japonesas, que permitían a los operadores reconvertir sus contratos forward en contratos nuevos, sin tener que asumir pérdidas (es decir, sin marcar el mercado). La empresa se aseguró en tasas forwards alrededor de 145 yenes al dólar. Para diciembre de 1992, el dólar había descendido hasta 125 yenes. Con una posición de \$6.4 mil millones, la pérdida puede calcularse a partir de la ecuación (3.2). Abstrayendo el valor en el tiempo del dinero, la pérdida por contrato es $f = S - K$, para un total de \$6.4 (125-145), o 128 mil millones de yenes.

G. FUTUROS

Nacen como respuesta lógica de las necesidades de solventar los problemas esbozados en la contratación adelantada. De esa misma forma, los mercados financieros siguieron evolucionando, o sea, innovando, y de esta forma se crearon las opciones y los futuros financieros.

Para efectos de este epígrafe se entenderá un contrato de futuros como un acuerdo estandarizado entre dos partes para comprar y vender una determinada cantidad de mercancías o activos financieros en una fecha futura, a un precio establecido de antemano. [Adell y Romeo (1997)]

Al estar estandarizado la parte contractual del acuerdo dota de liquidez al mercado, al existir un gran número de agentes que están comprando y vendiendo el mismo activo (acuerdo estandarizado), y de igual forma al estar físicamente en el mismo lugar, es fácil encontrar la contrapartida a nuestros requerimientos o necesidades. Con la existencia de ese gran número de agentes permiten encontrar o estar seguro que las condiciones pactadas serían las mejores del mercado. En otras palabras, la estandarización permite concentrar la negociación en un número relativamente reducidos de contratos que, de este modo, adquirieron un alto grado de liquidez. [Adell y Romeo (1997)].

Otro aspecto que se deriva de la estandarización, es que una posición abierta se puede cancelar con otra de signo contrario; a manera de guisa, una posición vendedora de un vencimiento determinado, se puede cancelada con anterioridad a dicho vencimiento, llanamente estableciendo una posición compradora en el mismo contrato.

Función de la cámara de compensación

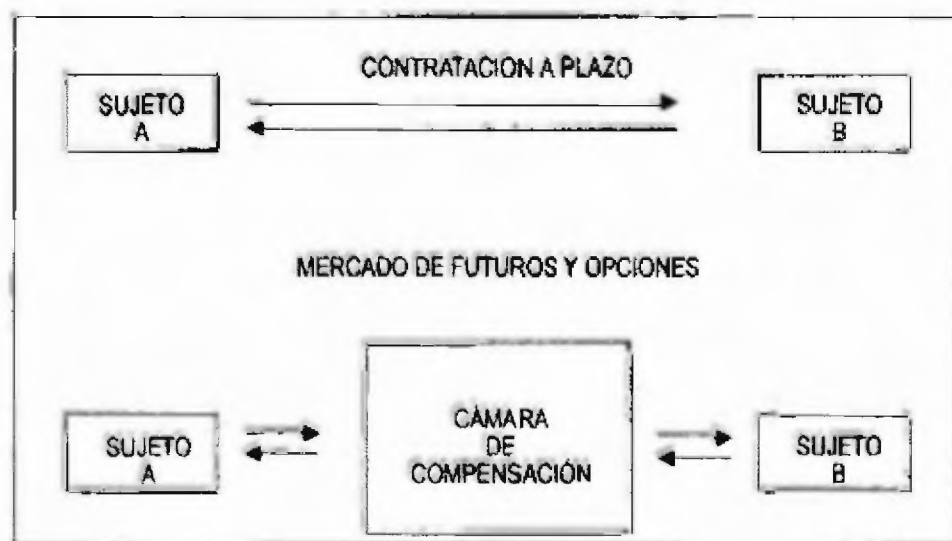


FIGURA N°17

Por otra parte existen dos características que le dan vida a la contratación en los mercados de futuros, las cuales son:

- El sistema de negociación: está organizado tradicionalmente en torno a un correo ubicado en la Bolsa de valores, que no es más que el punto de encuentro de oferentes y demandantes de contratos a plazos, las cuales están estandarizados, solucionando de ésta forma los problemas que se encuentran en los contratos adelantados: los altos costos de búsqueda y los de negociación
- La existencia de una Cámara de Compensación: con este mecanismo se elimina el riesgo de insolvencia de algunas de las partes interactuantes en el contrato a plazo. Lo hace subrogándose jurídicamente como comprados ante el vendedor y como vendedor ante el comprador, siendo ésta la que se compromete a hacer entrega del activo al comprador y de realizar el correspondiente pago al vendedor en la fecha de vencimiento del contrato a futuros

Para hacerle frente a la doble subrogación, la Cámara de Compensación, tiene en operación dos mecanismos complementarios: los depósitos en garantía y la liquidación diaria de pérdidas y ganancias.

1. Comparación Plazo -Futuro

Es dable hacer una comparación entre el forward y la contratación a futuros, ya que el segundo es una evolución del primero, en vistas que se ha tratado de mejorar las vicisitudes del contrato a plazo "a la medida" y se pueden resumir en la Tabla No. 7.

Tabla No. 7

Diferencias Principales entre Contratación a Plazo y Mercado de Futuros

	Contratación a plazo	Mercado de futuros
Términos del contrato	Ajustados a las necesidades de las partes	Altamente estandarizados en el nominal, vencimiento etc.
Organización del mercado	Poco organizado. Normalmente telefónico	Muy organizado en torno a un correo físico o electrónico
Determinación de precios	Negociación bilateral. Poca información sobre las operaciones.	Cotización abierta a todo el mercado. Amplia difusión de precios.
Relación Comprador/vendedor	El riesgo de incumplimiento lo asumen las partes	Existe una Cámara de Compensación que garantiza el buen fin de las Operaciones.
Depósitos en garantía	Normalmente no son exigidos	Siempre se requieren
Regulación	Prácticamente sin regulación	Regulación de las autoridades financieras y autorregulación de la Cámara de Compensación.

Fuente: Adell y Romeo 1997

H. PERMUTAS O SWAPS

Es una transacción financiera en la cual dos partes contractuales acuerdan intercambiar extremos de pagos (cargas financieras) o cobros (activos) en el tiempo.

Las partes deben tener interés directo o indirecto en intercambiar la estructura de sus deudas a la vez que cada parte del contrato obtiene, gracias al Swap, un costo de su obligación más bajo [Costa y Font (1992)].

Seguendo de cerca los mismos autores y si existiese el portafolio de divisas y las paridades variadas se podrían las siguientes situaciones de permuta:

	Tipo Fijo	Tipo Variable
Divisa A	Af	Av
Divisa B	Bf	Bv

La permuta financiera puede realizarse:

Las permutas se han convertido en un instrumento financiero de gran importancia que a contribuido a:

- La internacionalización de los mercados de capitales (ayudando a superar su segmentación).
- Desarrollar el sistema de cobertura de riesgo cambiario a largo plazo.
- La creciente tendencia de la banca a buscar nuevas formas de intermediación en el mercado.

Su importancia ha quedado acreditada como cobertura empresarial a la situación de un sistema monetario en crisis y como una respuesta acertada a la volatilidad imperante de los tipos de interés.

Según Luis Costa y Monserrat Font, existen un sinnúmero de motivaciones que han dado pie que este derivado financiero se haya constituido en una técnica de gran impacto en los mercados monetarios, además que su justificación se da gracias a las diferencias existentes de carácter institucional entre los diferentes mercados.

Las motivaciones serían:

- El acceso o falta de éste al funding de determinada divisa.
- La posibilidad de obtener fondos a tipo de interés variable y la imposibilidad de obtenerlos a tipo de interés fijo.
- La fácil disponibilidad de créditos, sobre todo relacionada con actividades de exportadora, en una divisa en particular, normalmente local frente a la necesidad primaria de fondos nominados en divisas diferentes.
- La necesidad de evitar "colas" en mercados donde el flujo de nuevas emisiones tiende a agotarlo.
- Conseguir diversificar mercados en cuanto a la obtención de fondos primarios, utilizándose, en consecuencia, diferentes mercados de capitales.
- La existencia de falta de liquidez para prestatarios primarios en un mercado en particular.
- La posibilidad de obtención de vencimientos a más largo plazo en ciertos mercados.

Los orígenes se podían remontar en las postrimerías de los años 70, ligados a la necesidad de Dólares por parte de los inversores británicos en USA y a la demanda de libras esterlinas en el Reino Unido. A raíz de la presente situación, surgen los préstamos

paralelos (parallel loan) y los préstamos espalda con espalda (back to back loan), que fueron las transacciones incipientes del Swap.

Entre las razones que arguyen las empresas para utilizar la permuta financiera en base a Díez y Mascareñas se pueden enumerar:

- La reestructuración de los costos de financiación o de los ingresos financieros, en su caso (swap de activos).
- La reestructuración de la deuda sin necesidad de recurrir a nueva financiación bancaria.
- La reducción de los tipos de interés, o la fijación del mismo cuando se prevé que los tipos tiendan a subir.
- Para conseguir financiación a tipos de interés fijo cuando ello no sería posible de otra manera. Banco pequeños, poco conocidos, pero con un aceptable nivel de crédito pueden utilizar este mercado.
- Los operadores del mercado de swaps lo utilizan para tomar posiciones y especular sobre el posible comportamiento de los tipos de interés o de las divisas.

1. Valuación de Swaps

Los mismos se pueden valorar de dos formas: a) equivalente al valor presente de la diferencia de los dos flujos de efectivo y b) como portafolio de contratos forwards, correspondiente a cada intercambio de fondos. Si el ejemplo fuera el siguiente: Un caso clásico fue cuando años atrás el Banco Mundial y la IBM realizaron la primera transacción swaps de gran magnitud, que podría ser así: La IBM desea acumular 10,000 millones de yenes en un periodo y El Banco Mundial desea acumular USd 100.0 millones

en igual periodo. El cambio spot es de 100 yenes/usd. Suponiendo que los costos de capital es :

	Yen	Dólar
Banco Mundial	5.0%	9.5%
IBM	6.5%	10.0%

El Banco Mundial tiene una ventaja absoluta en ambos mercados, pero de repente el Banco Mundial, posee una ventaja comparativa al emitir deuda en yenes, de hecho se puede realizar un swap, que quedaría así:

Banco Mundial	Yen	Dólar
Deuda Emitida	Paga 5.0%	
Swap iniciado	Recibe 5.0%	Paga 9.0%

El modus operandis es que el banco emite deuda en yenes al 5.0%, firma un swap a 10 años en que promete pagar 9.0% en dólares a cambio de recibir pagos de interés en yenes del 5.0%. En consecuencia su costo efectivo de financiamiento en dólares es por lo tanto del 9.0%, lo cual es 0.5% inferior a la eventualidad de haberlo obtenido en dólares directamente.

Como todo valor inicial de los contratos forwards es cero debido a que :

$$\begin{aligned}
 V &= (1/100) P(5\%, 5\%, 10,000) - P(9\%, 9\% \$100) \\
 &= (1/100) 10,000 - 100 = 0
 \end{aligned}$$

Lo anterior quiere decir, que el precio de los bonos en yenes a una tasa de cambio spot de 100 yenes tiene un valor de \$100.0 millones, que se le resta la deuda en dólares, dando resultado de un valor 0 para el swap.

La situación cambia, ya que los swaps de monedas son afectados por la paridad cambiaria y la tasa de interés, que para el presente caso, si el Banco de Japón reduce su tasa de interés en 100bp (basic points = 1%), arrastrando la tasa de cambio de 100 a 110 yenes /\$, en lo tanto el nuevo valor del swap es:

$$V = (1/110) P(5\%, 4\%, 10,000) - P(9\%, 9\%, \$100) \\ = (1/110) 10,811 - 100 = -1.72 \text{ millones}$$

Este resultado proviene, que el precio del bono en yenes asciende a 10,811 millones, debido a la volatilidad de la tasa de interés, que lleva que la tasa de descuento baje, elevando el precio de los bonos, pero dicho valor a convertirlo a dólares a una nueva tasa de 110, lleva la pérdida de 1.72 millones, consecuente con el mark to market.

Los riesgos de los swaps son parecidos a los de los forwards. En la eventualidad de una permuta financiera sobre divisas, los mismos se concentran en el ámbito de la paridad cambiaria y de la tasa interés loca y extranjera. En cambio en una de interés, el riesgo está del lado del momento de reposicionamiento, que de ser continuo, no asume ningún riesgo.

1. LAS OPCIONES

Se podría definir como un contrato entre dos partes, por la cual una de ellas adquiere el derecho sobre la otra, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un determinado momento futuro. De la presente definición se colige dos tipos básicos de contrato de opción:

- Call denominado contrato de opción de compra.
- Put denominado contrato de opción de venta.

El ejercicio de dicha opción, ya sea de venta (call) o de compra (put), el adquirente tendrá la opción de ejercerla, y lo hará en la situación en que le sea favorable, y en cualquier momento, tratase de opción americana y al final del periodo, en la eventualidad de una opción tipo europea.

Por tener dicha opción el adquirente tendrá que pagar una prima, que no es más que el pago, por compensación al vendedor por el riesgo asumido.

Los operadores pueden indistintamente comprar o vender cada uno de estos tipos de contratos. Por lo tanto en el mercado de opciones existirán cuatro posibles transacciones. [M. Casanovas, (1997)].

- A) Comprar una opción de compra, es decir, adquirir un derecho de comprar el activo subyacente a un cierto precio. Se le conoce como un long call.
- B) Comprar una opción de venta, lo que huelga decir, adquirir un derecho de vender el activo subyacente a un cierto precio. Conocido como long put.

- C) Vender un opción de compra, manifestando que se toma el compromiso de vender el activo subyacente a un precio determinado. Esto es un short call.
- D) Vender una opción de venta, es decir, tomar el compromiso de comprar el activo subyacente a un cierto precio. Recibe el nombre de short put.

Las combinaciones anteriores son el producto de sortear las diferentes posiciones que pueden asumir las partes interactuantes con las dos modalidades básicas detalladas de opciones, tal como podemos verlas en la tabla No 8.

Tabla N° 8

Posiciones/ tipo de contrato	Opción de compra (call)	Opción de venta (put)
Comprador	A	B
Vendedor	C	D

Fuente: M Casanovas

Las expectativas derivadas de una opción de compra y ventas son opuestas sobre la evolución esperada del precio del activo subyacente. Entonces para la call, las expectativas son alcistas, en cambio para la put son a la baja. De igual forma, para ambas situaciones básicas de las opciones, son con los riesgos que asumen el comprador y el vendedor ya sean de una opción de compra o de venta.

Para el vendedor de una opción la ganancia es limitada a la prima cobrada, en cambio las pérdidas son ilimitadas, situación contraria, en la eventualidad del comprador de la opción. En consecuencia las decisiones del comprador de una opción de ejercer o no dicha opción dependerá de la diferencia entre el precio del activo subyacente (P_s) y el precio de ejercicio (P_e), que para el caso del call, ejercerá si P_s mayor que P_e , y en un put, cuando P_s menor que P_e .

Seguendo de cerca de M. Casanovas, es prudente clasificar las opciones en virtud de una serie de criterios:

- Su configuración: se pueden dividir en opciones de tipo calls y de tipo puts.
- En función del periodo: pueden ser de tipo europea, en donde se puede ejercer la opción en un determinado periodo (expiración), en cambio la tipo americana, se puede ejercer en cualquier momento.
- Según el activo subyacente: pueden ser sobre acciones, sobre divisas, sobre tipo de interés o sobre índices bursátiles.
- Según el tipo de entrega: en el caso de ejercitarse la opción, el activo subyacente puede ser de entrega física, en donde al ejercitar la opción, por parte del comprador requiere recibir la cantidad del activo estipulado en el contrato en el caso de un call, y entregar dicho activo en la situación de un put.

Cuando el ejercicio de la opción no implica ningún tipo de entrega de activo, sino que la partes toman una posición compradora o vendedora sobre un contrato de futuros del activo estipulado en el contrato, se habla de opciones sobre futuros

- Debido a la modalidad del mercado en donde se negocian las opciones, éstos pueden ser negociadas en mercados organizados, las cuales se transan en mercados bursátiles, en cambio las negociada en mercados no organizados (OTC)

J. LA GESTIÓN DEL RIESGO

En páginas anteriores se ha visto que el riesgo empresarial se puede descomponer en dos tipos de riesgos:

- Riesgo específico, el cual se puede eliminar mediante una buena diversificación.
- Riesgo sistemático o de mercado, se puede reducir algo, pero no se puede eliminar con el auxilio de la diversificación. Pero su administración se puede realizar mediante lo que se denomina coberturas (hedging), que no es más que la toma de posición opuesta a la expuesta al riesgo.

Como primera medida antes de cubrir un riesgo determinado es imprescindible que se identifique, de tal forma que se sepa de antemano el tipo de exposición al mismo que tiene la operación que se está analizando, pero será de utilidad seguir los pasos esbozados por J. Mascareñas en su obra "Innovación Financiera", los cuales son los siguientes.

- Definir la política que se va a seguir con respecto a la gestión del riesgo, es decir, si se va a cubrir totalmente durante todo el tiempo, si sólo parcialmente, o si no va a haber ninguna cobertura.
 - Determinar los activos y pasivos que van a verse afectados por las variaciones del tipo de interés, del tipo de cambio, etc.
 - Determinar la volatilidad de los flujos de caja y de los beneficios respecto de las variaciones de los tipos de interés de cambio, mediante un análisis de sensibilidad.
- Este paso nos permitirá realizar una cuantificación del riesgo.

- Identificar los instrumentos y productos de cobertura, que se ajustan a la política seguida por el equipo directivo. Los más utilizados son los contratos a plazo, los contratos de futuros, los contratos de opciones y las permutas financieras o swaps.
- Idear diversas y diferentes estrategias para la gestión del riesgo de cambio, y de interés según los diversos escenarios en los que se pueda encontrar la empresa.
- Realizar previsiones sobre posible evolución de los tipos y poner en marcha estrategias que estén de acuerdo con las líneas maestras seguidas por el equipo directivo.

Consecuente con el plan metódico detallado con antelación y con la descripción del perfil de riesgo a la cual se ve enfrentado la empresa, es necesario plantearse la cobertura que se va a realizar.

1 Teoría de la Cobertura

La misma consiste en tomar una posición opuesta a la expuesta al riesgo. Los principios básicos de la cobertura son los mismos sea cual sea el tipo de cobertura elegida, por lo tanto, si se desea cubrir las oscilaciones del precio de un activo determinado (A) con el auxilio de un instrumento de cobertura (B), lo que se está persiguiendo es que la caídas del precio del activo sean contrarrestadas por los ascensos del precio del instrumento de cobertura. En consecuencia los cambios en los precios de ambos activos pueden reflejarse mediante la siguiente ecuación

$$\text{Cambio en } P_a = \alpha + \delta (\text{cambio en } P_b)$$

donde α es una constante, mientras δ indica la sensibilidad de las variaciones en el valor de A con respecto a la variaciones habidas en el de B. Por lo tanto δ indica el número de unidades que debemos utilizar del instrumento de cobertura B para cubrir una posición en el activo A. Por ello el coeficiente δ se le conoce como el ratio de cobertura.

Si se mantiene el mismo ratio de cobertura durante todo el horizonte temporal se está utilizando una cobertura estática, si el ratio de cobertura oscila con el transcurso del tiempo, al ir variando los precios del activo y del instrumento de cobertura será necesario reequilibrar la cobertura continuamente de cara a minimizar el riesgo. En esta situación nos encontramos ante una cobertura dinámica, cuyos costos de transacción son más onerosos.

Existen razones para cubrir el riesgo, ya que los inversores no son indiferentes al riesgo, además que los mercados no son eficientes, que favorecen la puesta en ejecución de coberturas por parte de la unidad económica (empresa) que le crean valor al accionista, y teniendo como acicate a J. Mascareñas, se pueden enumerar en:

- Los costos de insolvencia: La posibilidad de que una empresa sea insolvente depende de los riesgos financieros, que no es más que la variabilidad de los flujos de caja. La cobertura podría en su momento, reducir dicha variabilidad y por lo tanto, los costos de insolvencia hasta el nivel que se consideren adecuados.
- Los costos de agencia: Cuando más segura sea una empresa, menos necesidad habrá de que los acreedores y otros integrantes de la compañía necesiten controlar

la gestión y por lo tanto, menores serán los costos de seguimientos soportados por ella.

- **La fiscalidad:** La cobertura puede reducir la cuota del impuesto de sociedades si éste fuese progresivo, al estabilizar los beneficios de la empresa en un nivel en que su oscilación sea menor y, por lo tanto, su incidencia fiscal también lo sea.
- **La legislación:** al reducir la volatilidad de los beneficios, la cobertura, puede impedir que éstos caigan por debajo del algún límite legal, contable etc.
- **Las decisiones de inversión:** A través de la gestión del riesgo, la empresa puede predecir con mayor exactitud los flujos de caja que se espera genere un determinado proyecto de inversión y, además, podrá establecer un valor realista de los pagos futuros a realizar que no se ven afectado por las fluctuaciones de los beneficios.
- **Los costos de transacción:** si los accionistas no pueden realizar una gestión del riesgo a un costo inferior y de forma eficiente como lo podría realizar la empresa, ciertamente se beneficiarán de la ejecución de dicha gestión al mínimo costo posible.
- **La dirección empresarial:** La cobertura puede servir para reducir la preocupación del equipo directivo sobre el efecto que las variaciones de los tipos de interés, de cambio y otros riesgos sistemáticos ejercerán sobre los flujos de caja de la empresa, permitiéndole centrarse en la gestión pura del negocio de la misma y en la creación de valor para los accionistas.

K. LA COBERTURA DE RIESGOS POR INTERMEDIO DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

I. Contrato a Plazo (Forward)

Es una de las formas más simples de cubrirse ante los riesgos financieros. Las características fueron abordadas, con anticipación; aquí nos centremos a delinear algunas situaciones, que presenten su uso como elemento de cobertura.

Tómese como ejemplo, una empresa importadora, que su riesgo subyacente proviene de ese giro comercial (importar), ya que en la medida que la divisa de venta (USD. Dólar) varíe tendrá repercusiones en el costo de la adquisición (ver figura No.18). En dicho esquema se detalla el perfil de riesgo de la empresa en estudio, y los beneficios de la utilización de coberturas a través de los contratos a plazo, es este caso de divisas. Veamos el ejemplo en cuestión.

Se presupone, que la empresa española Torero S.A. recién adquirió un lote de maquinarias industriales, acompañadas con sus software de utilización, por la suma de USD 10.0 millones de dólares americanos, a un plazo de entrega de seis meses. La empresa ha decidido importar dicha maquinaria con la utilización de una línea de crédito tenida en un banco de la localidad.

El proceso a proseguir es el siguiente:

- La empresa procederá a solicitar un préstamo en su moneda local (pesetas/euros), lo cual lo cambiará por Usd. Dólar en la cantidad de 10.0 millones y pagará la maquinaria solicitada.

Esquema de los pagos realizados a través de la cobertura del riesgo mediante un contrato a plazo

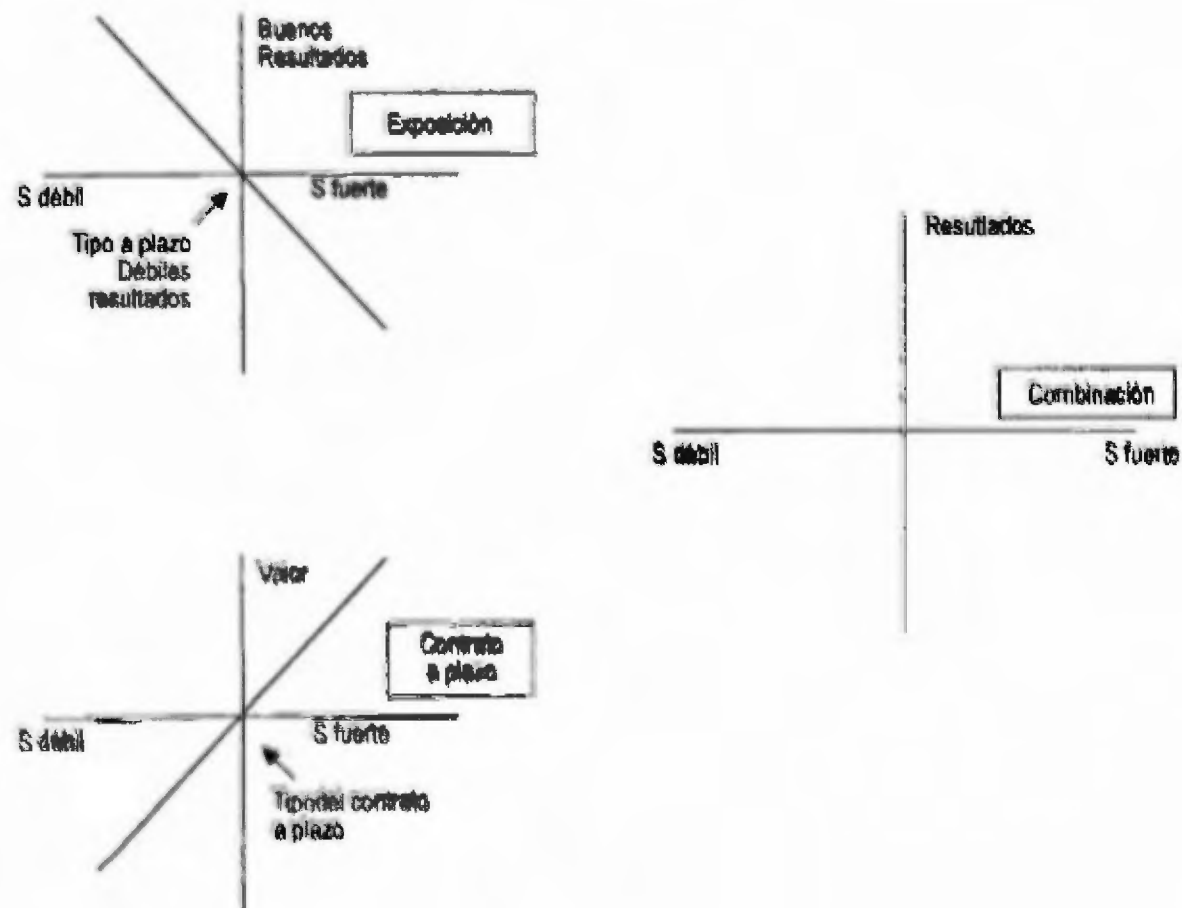


FIGURA N°18

- El dilema estriba en que cómo la entrega es a seis meses fecha, el importador desconoce la tasa de cambio para ese entonces, en consecuencia, el montante del préstamo en moneda local.
- El banco le indica que la paridad será, a seis meses, 1.05\$/euro. Lo anterior indica que el banco le prestará a esa fecha 9,523,809.52 euros.(sin comisiones).
- Hecha la anterior transacción, la empresa Torero, S.A., no tendrá que preocuparse del recorrido de la paridad en el próximo semestre. (Si la moneda de venta se depreciasse, le saldría la compra más barata y más onerosa en la situación contraria), en esto consiste el riesgo de cambio.

De igual forma como la empresa se endeudó en moneda sujeta a la volatilidad de su tasa de cambio, y un interés incierto. También puede realizar una cobertura de la tasa de interés, asistido por un FRA (forward rate agreement), el cual es un contrato en el que las dos partes acuerdan el tipo de interés que se va a pagar sobre un depósito, con un vencimiento específico y en una determinada fecha futura. Con esto se permite eliminar el riesgo de fluctuaciones en el tipo de interés durante dicho período.

Avanzando con nuestro ejemplo, la empresa ha solicitado el préstamo de 9, 523,809.52 de euros, pero dentro de seis meses, a una tasa de interés incierta (riesgo de interés). Para obviarlo, la empresa negocia un contrato a plazo (tasa de interés) con su entidad bancaria, por el que se fija en la actualidad el tipo de interés de un préstamo a realizarse dentro de seis meses.

Flujos del contrato de futuros

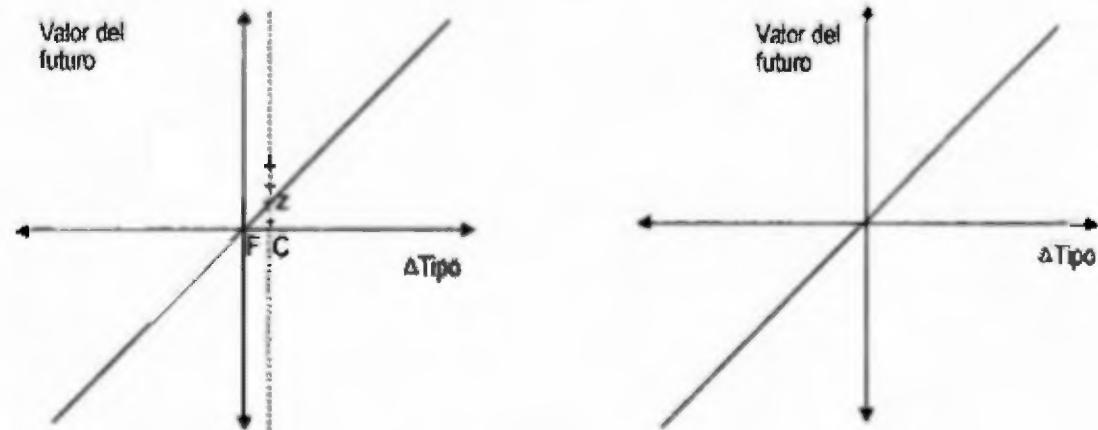


Figura N°19

2. Futuros Financieros

Los contratos de futuros debidos a su ajuste de mercado de día a día, se asemejan a un forward de un día. En la figura No 19 se puede vislumbrar el valor futuro de un contrato de futuro financieros, en donde, si a la fecha de expiración el contrato de futuro toma un valor C , entonces el valor de contrato de futuros será $C-F$ (a sabiendas que F , es el valor implícito en el contrato de futuros), que en la presente figura viene representado por Z , pero como consecuencia del mark to market puede oscilar hacia o hacia abajo. Por lo tanto, la representación general de un contrato de futuros financieros deberá ser una banda más que una línea en la forma que aparece en la figura 18 a la derecha.

La cobertura de riesgos a través de futuros financieros, no es más que el empleo de dicho contrato como sustituto de una transacción que se debiera haber hecho en el mercado monetario. Entonces, si ambos mercados, tanto el de futuro, como el monetario (spot), se mueven al mismo compás, cualquiera pérdida habida en uno se compensará en el otro, por lo tanto se puede decir que ha habido una cobertura perfecta.

Cuando un inversionista se desea proteger de precios a la baja, deberá vender contratos de futuros sobre él, realizando de hecho una cobertura corta o venta de una cobertura, de hecho ha fijado el precio, así como transfiere el riesgo de interés al comprador del contrato de futuro.

A manera de guisa, se tiene que un agricultor, vende contratos de futuros sobre el maíz a razón de B/. 15.00/quintal, está fijando el precio de la unidad del maíz. Al

momento de la expiración del contrato de futuro el precio del maíz /quintal es de B/.14.00. Como resultado el agricultor habrá perdido B/.1.00 en el mercado monetario, pero en el mercado de futuro se habrá ganado B/.1.00.

Al plantear una cobertura larga, lo que está haciendo el agricultor, es protegerse del posible alza del valor del activo determinado; con tal motivo se adquirirán contratos de futuros sobre dicho activo, que utilizando el commodity del ejemplo anterior, si el agricultor desea protegerse de una alza del precio del maíz, comprará futuros sobre dicho bien. O sea que si el fabricante de crema de maíz, se desea proteger de la posible alza, adquirirá futuros sobre maíz a un determinado precio, fijando con esta acción su precio de compra de dicha materia prima.

Si el precio del mercado monetario y del monetario de futuro está correlacionados, de tal forma que aquel que utilice dicho mercado (derivado financiero), sus pérdidas habidas en uno se compensen con las ganancias en el otro, se puede hablar de una cobertura perfecta. O en palabras de J. Mascareñas " el rendimiento de su inversión será igual al rendimiento libre de riesgo correspondiente al horizonte temporal existente hasta la fecha de liquidación del contrato de futuro".

Si un inversionista adquiere un portafolio de inversiones, compuesto por los 14 activos que conforman el índice bursátil de la Bolsa de Valores de Panamá, en la misma proporción que se encuentran en este y procede a vender un contrato de futuros sobre dicho índice, que vence dentro de un mes, el rendimiento obtenido sobre esta operación será el rendimiento sin riesgo para un mes de plazo.

Añade más adelante, "la cobertura será perfecta sólo si se puede conseguir el rendimiento sobre la cartera a cubrir es idéntico al rendimiento sobre el contrato de futuros. La efectividad de la cobertura depende de:

- La relación existente entre el valor de la cartera de activos y el índice subyacente al contrato de futuros.
- La relación existente entre el precio de contado y el precio del futuro cuando se ha constituido una cobertura y cuando se ha liquidado.

El riesgo de base, es la diferencia de precio entre el precio futuro y el precio de contado, que al finalizar el periodo estipulado es cero. En cualquier otro momento, antes de la fecha focal, su valor puede ser positivo o negativo, pero incierto y a dicha incertidumbre se le conoce como el riesgo de la base.

En la situación que el gestor de carteras decida cubrir su riesgo de mercado o sistemático con la operativa de contratos de futuros sobre el índice bursátil de la Bolsa de Valores de Panamá, es bien difícil que su cartera tenga las mismas características que el índice en cuestión, lo que conlleva que el rendimiento del portafolio no se asemeje al del índice, por lo tanto deberá utilizarse una cobertura cruzada.

Aquí se añade otra dimensión al riesgo de la base, como consecuencia que el rendimiento de la cartera no replica perfectamente el comportamiento del rendimiento del índice bursátil. A la diferencia entre el precio actual del contrato de futuros y el precio teórico del mismo se le denomina minusvaloración (mispricing). [J. Mascareñas (1998)].

Ante la disyuntiva anterior, se deberá buscar el número de contratos de futuros que hay que comprar o vender con la finalidad de obtener la mejor cobertura. Para determinarlo es necesario considerar los siguientes factores [J. Mascareñas (1998:120)]:

- El importe del riesgo a cubrir , es decir, el valor nominal del activo que se pretende proteger.
- El periodo de tiempo para que se quiere efectuar la cobertura.
- La correlación entre los precios del futuro y del activo a cubrir. La variación que experimentan la cotización del contrato de futuros respecto a una variación unitaria de la cotización del activo a cubrir se suele medir a través del coeficiente de regresión.

Ahora se puede plantear el la fórmula respectiva, que es la siguiente:

$$RC = (V/F) B$$

En donde: RC= ratio de cobertura.

V= valor nominal del activo a cubrir

F= valor nominal del contrato de futuros

B= beta o coeficiente de regresión entre el valor del activo a cubrir (F) y el activo subyacente del contrato de futuros, multiplicado por el coeficiente de regresión entre el precio del contrato de futuros y el precio de contado del activo subyacente.

Es prudente ejercitarnos con dos ejemplos, el primero con una cartera de renta variable y el segundo con un portafolio de renta fija. Veamos:

El 8 de setiembre se procede a cubrir una cartera de renta variable (la baja), equivalente a 10.0 millones, vendiendo contrato de futuros sobre el índice de la bolsa. El horizonte es de nueve meses. El precio del contrato de futuros sobre el referido índice es de 8,876 puntos. La correlación existente entre la cartera de inversión y el índice es 90%; en cambio la beta entre el contrato de futuro y el índice es igual a la unidad. El valor actual del índice bursátil es 8,710.1 puntos. Entonces, el ratio de cobertura es:

$$\frac{10,000,000}{8876 \cdot 10} \times (.9 \cdot 1) = 101.4 = 102 \text{ contratos a vender}$$

A los nueve meses el valor del índice bursátil fuese equivalente a un 20% menos estaría situado en 6,968.08 puntos. Por lo tanto la ganancia obtenida al vender sería $(8,876 - 6,968.08) \times 10 \times 102 = 1,946,078.4$ unidades monetarias. En cambio el valor de nuestra cartera ha descendido un 18% $(20\% \times .9)$, que arroja una cantidad de 10.0 millones $\times 18\% = 1.8$ millones, pérdida que es contrarrestada por la ganancia en la venta de contratos de futuros.

4. Cobertura de un portafolio de renta fija

Una empresa panameña tiene un portafolio de títulos, los cuales están compuesto por:

- 30,000 bonos del Estado Panameño, con cuatro años de vida, con un nominal de B/ 1,000, con una renta anual del 6% (cupón), con un precio de mercado de B/ 1,017.50, proporcionando un rendimiento del 5.5%, y con una duración de 3.676 años.

- 20,000 obligaciones del Estado con una vida de 10 años, al 6.5% anual de interés, B/1,000.00 de valor facial, con un precio de mercado B/. 1,040.60, que equivale a una TIR del 5.95%, con una duración de 7.708 años. En tanto el valor de mercado del portafolio es de:

$30,000 \times 1,017.50 + 20,000 \times 1,040.60 = \text{B/. } 51,337,000$ La TIR es de 5.77%, la duración de 5.34% y la duración modificada de 5.05%, con esto se indica que si la tasa de interés asciende en 100 puntos básicos, la cartera caerá en: $.0505 \times 51,337,000 = \text{B/. } 2,592,518.50$.

Resta calcular la duración modificada del bono nacional (notional bond); que es un bono teórico utilizado en contratos de futuros sobre tipo de interés, pero que no existe en el mercado de contado y que sólo se utiliza a los efectos de definir un activo subyacente normalizado., que asumiremos, para efectos del presente trabajo que tiene un valor de B/. 100,000 y que paga un cupón anual del 6.5%. y con una duración de 7.72 años.

Entonces su duración modificada es $D^* = 7.72 : 1.0577 = 7.3\%$.

Si se asume un factor de conversión del bono nocional de 1, o sea, que existen en el mercado bonos con replica perfecta con él. El ratio de cobertura es:

$$RC = \frac{51,337,000 \times 5.05}{100,000 \times 7.3} = 355.14 \text{ contratos}$$

Para protegerse deberá vender 355 contrato de futuros sobre el bono nocional a diez años. Con esto, obtiene que si el tipo de interés sube 100 puntos básicos (1%), la

pérdida en la cartera de renta fija es de B/. 2,592,518.50; en cambio en el mercado de futuros obtiene $355 \times 100,000 \times 7.3\% =$
B/. 2,591,500.00.

5. Permuta financiera o Swap

Igual que los otros derivados, sus peculiaridades fueron tocadas en epígrafe aparte, ahora sólo nos limitaremos a presentar un ejemplo del uso de la permuta financiera como cobertura.

La empresa Logistic Focus, S.A. , que está dedicada al sector de la manufactura, tiene deberes producto de una emisión realizada hace un par de años , con un valor nominal de B/. 5.0 millones, a un término de 10 años, que paga un cupón fijo de 9% anual.

El director financiero considera que existe grandes posibilidades de que la curva de intereses de mercado se decreciente en los próximos años, por lo que sería acertado pagar cupones con renta variable, con esta decisión habría ingentes ahorros en el servicio de la deuda. Con esa finalidad consulta su banco de cabecera y éste le indica que el tipo de interés fijo que recibiría a cambio de pagar la tasa variable interna es igual a 8.25%. Si la empresa realiza la operación, el contrato, dejará de pagar el 9% fijo, para pasar a pagar la tasa variable interna +75pb (puntos básicos).

De igual forma, la empresa puede obtener una opción de compra del swap, que sólo ejercerá si se da en la práctica sus expectativas (intereses a la baja), a la presente operación se le endilga el nombre de swaption.

6. Cobertura con la utilización de opciones

Su mayor particularidad radica en que el propietario de la misma **no tiene** la obligación de ejercerla, ya que lo hará en la medida que le convenga y por tal razón tendrá que pagar una prima. su valor neto resultará de su valor de mercado (in the money) sustrayéndole la prima.

La empresa ABC tiene la expectativa que el dólar una marcada tendencia a la baja que a apreciarse y por tal razón no cree conveniente en realizar un forward, que le cubriría de la eventualidad de la alza, pero no le beneficiaría si se desprecia.

Con tal fin el 8 de setiembre se tiene una cartera formada por activos de renta variable valorada en B/. 10.0 millones cuyo beta es 1.3 y se pretende cubrir con una opción de venta sobre el índice bursátil, el cual tiene un valor de cierre de 8,710.10 puntos. Se adquiere una opción de venta con precio de ejercicio de 8,700.0, o sea, una situación at the money. El horizonte temporal es a 6 meses, así como el interés libre de riesgo es de 4% anual.

El número de opciones de cobertura se obtiene de dividir el valor nominal de la cartera entre el valor del precio de ejercicio (cada punto del índice es equivalente a B/.10.00)

$$\frac{10,000,000}{8,700 \times 10} = 114.94 \text{ opciones de venta}$$

Se pondera las opciones de venta obtenidas por el coeficiente beta $114.94 \times 1.3 = 150$ opciones de venta a realizar.

La prima de las opciones con precio de ejercicio 8,700 es de 314 puntos (B/. 3,140), lo que resulta en un monto de $150 \times 3140 = \text{B/. } 471,000.00$.

En la casualidad que el día del vencimiento el índice bursátil asume el valor de 8,000 puntos, lo que refleja una baja de 8.15%. En consecuencia el descenso de la cartera sería equivalente a $8.15\% \times 1.3 = 10.6\%$ que ponderado por el valor de la cartera (10.0 millones) = B/. 1.06 millones de pérdida. En paralelo ese día se ejerce la opción de venta se obtendría un valor de $(8,700 - 8,000) \times 10 \times 150 = \text{B/. } 1.05$ millones. El resultado neto es:

$$-1.06 \text{ millones} + 1.05 \text{ millones} - 471,000 (1.02) = - \text{B/. } 490,420$$

La pérdida anterior es inferior a la cantidad que resultaría si no se hubiese cubierto la cartera con el presente derivado financiero.

L. LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS

Como existe asimetría en la información financiera, sin contar los costos de transacción del acopio de dicha información para la toma de decisiones en cuanto a la viabilidad de adquirir o no activos financieros en el Mercado Bursátil, se han establecido una serie de empresas que tratan de indagar bajo ciertos parámetros los pormenores de las empresas que tengan a bien colocar activos financieros en el mercado de valores. Estas son las llamadas empresas calificadoras de riesgo.

Tienen como principal objetivo puntuar la capacidad y probabilidad de pagar los intereses y el principal de la deuda de las compañías calificadas, a través de una notación.

Las empresas calificadoras de riesgo más conocidas son Standard & Poor's, Fitch-IBCA, Moody's y Duff Phelps.

La calificación de la deuda de una compañía consiste básicamente en análisis de cuatro tipos de riesgo:

1. Riesgo soberano

Trata de determinar si los emisores de un país determinado tendrán acceso a las divisas que necesitan para cumplir sus obligaciones en títulos de la deuda en moneda extranjera.

2. Riesgo Industrial

Analiza los riesgos pertinentes y las oportunidades en la industria en donde pertenece el emisor de cara a la evolución futura de la compañía en escrutinio.

3. Riesgo Empresarial:

Estudia la capacidad de reacción de los cuadros directivos de la empresa emisora ante sucesos imprevistos y grado de mantenimiento del rendimiento de la compañía en esos instantes

4. Riesgo Legal

Verifica el impacto en la estructura organizativa o de la emisión calificada pueda tener en la calidad del crédito. De igual forma se analiza la legislación del país ofrezca seguridad necesaria de que los contratos se ajusten a derecho.

Este mercado tendrá un gran auge en los próximos meses cuando las compañías inversionistas de los fondos del SIACAP hagan uso de los fondos puestos a su disposición, en base a la referida Ley, que marca que sólo se podrán hacer inversiones en activos financieros de empresas calificadas. En la actualidad sólo existen dos Bancos que están calificados, estos son Banco General y Banco del Istmo. Recientemente Global Bank y la empresa la Hipotecaria perteneciente al grupo de Wall Street han sido calificadas por Duff & Phelps, pero con una notación local.

M. DERIVADOS FINANCIEROS EN PANAMÁ.

A pesar que en la presente norma legal que regula el mercado bursátil en Panamá, incorpora la posibilidad que se ponga en el portafolios de opciones de dicho mercado, la utilización de los derivados financieros, en la práctica será muy difícil que se utilice en un término perentorio dichos elementos de cobertura. La razones que se aducen es la pequeñez del mercado panameño, tanto en amplitud como en profundidad. Sin contar que la utilización de estos instrumentos requiere la utilización de técnicas cuantitativas sofisticadas, que mucho profesionales que existen en el mercado las desconocen por su poca aplicación en el mercado local.

Lo anterior no oculta que se esté utilizando los derivados financieros como elementos de cobertura o en último caso como especulación, pero en otras latitudes. Específicamente se quiere expresar, que se usa en pocos términos, pero en los mercados foráneos.

Por otra parte la Universidad de Panamá, no deberá cejar en buscar software de aplicación en otros menesteres. Esto será posible siempre y cuando que realice alianzas estratégicas con entidades o instituciones duchos en estos menesteres. Tremenda tarea.

CUARTO CAPÍTULO

ORGANIZACIÓN, CONTROL Y SEGUIMIENTO DE LAS OPERACIONES SOBRE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

A. ORGANIZACIÓN

El uso de derivados en años recientes está rodeado muy a menudo de dificultades, tanto en su entendimiento como en su uso, como propósitos en la administración de riesgos. Por tal motivo se hace imperiosa la necesidad que tiene la administración financiera para desarrollar sistemas de control interno relacionados con las actividades de los derivados financieros.

Los riesgos derivados de una utilización inadecuada de las operaciones de mercado y, en particular, de los instrumentos financieros a ellos vinculados, han puesto en evidencia una problemática de última hora cuyas dificultades no tienen su origen de los propios mercados, sino más bien en (Corta, L et al (1992)) :

- En los operadores que efectúan allí sus operaciones,
- En los responsables de las empresas o, en su caso,
- En los establecimientos financieros por cuenta de los cuales actúan

El uso de los derivados financieros han creado mucha ansiedad, al conocerse las noticias de las pérdidas habidas en su uso, así como constituyen herramientas particularmente efectivas para estrategias de inversión apalancadas, también puede conducir a grandes pérdidas si son utilizados inadecuadamente. Ver tabla No.8

Tabla No. 8

Pérdidas Corporativas Atribuidas a los Derivados

Empresa	Instrumento	Pérdida (millones)
Showa Shell Sekiyu, Japón	Forwards sobre divisas	1,580.0
Kashima Oil, Japón	Forwards sobre divisas	1,450.0
Metallgesellschaft, Alemania	Futuros sobre petróleo	1,340.0
Barings, Reino Unido	Futuros sobre índices Accionarios	1,330.0
Codelco, Chile	Futuros sobre cobre	200.0

Fuente: Jorion Ph.

Lo que si es cierto que las pérdidas enumeradas en la presente tabla No.8 , no son tan reales, ya que

- En las mayorías de los casos dichas posiciones en derivados fueron tomados como coberturas, por lo tanto, las pérdidas pudieron ser compensadas en parte por las ganancias operativas.
- El tamaño de esas pérdidas se relaciona directamente con los grandes movimientos de los mercados recientes. parafraseando a Jorion, sólo para 1994, los tomadores de activos "libres de riesgos", de los T-bonds, perdieron la friolera suma de un cuarto de billón de dólares, por efectos de las fluctuaciones de la tasa de interés.
- Los derivados financieros son juego de suma cero, por lo tanto, si éstos perdieron otros, ganaron.

Existen ejemplos de que entidades municipales en los EEUU para hacerle frente a sus necesidades de sacarle provecho a sus exiguos ingresos apostaron a los derivados financieros, con tal fin, pero los resultados no fueron de todo halagadores.

Como soporte a nuestro trabajo, tomaremos dos ejemplos, del libro del profesor Philippe Jorion, el cual se intitula "Valor en Riesgo". Estos son:

Caso No. 1 (Barings)

Para finales de febrero de 1995, el Barings PLC, un banco inglés con una tradición de 233 años, había caído en bancarrota. Por Qué?

- La pérdida fue causada por una enorme exposición al riesgo en el mercado accionario japonés, con coberturas en el mercado de futuros.
- El operador jefe, de nombre Leeson, había acumulado posiciones en futuros en índice accionarios, en particular en el Nikkei 225. Dichas posiciones sumaban Usd. 7,000 millones.
- Al caer el mercado 15%, en primer bimestre del 95, el banco en cuestión acumuló ingentes sumas de pérdidas, que se acrecentaron al optar por "shorts" en el mercado de opciones. Al incrementarse las pérdidas, el operador Leeson decide por aumentar el tamaño de las posiciones.
- El 23 de febrero de 1995, el señor Leeson huye, dejando una nota en donde le manifiesta a sus jefes, sus disculpas por haberlo dejado en tremendo predicamento.

Las enseñanzas de esta experiencia son:

- El desastre del Barings, puso en evidencia una falta de control del Back office, además que el operador no tenía límites en sus posiciones abiertas.
- Las bolsas de Singapur y Osaka fallaron a no tomar atención, por el tamaño de la posición del operador que eran 20,000 contratos, con un valor nominal de Usd. 200,000 cada uno.

- El operador de cierta forma estaba libre en sus operaciones, ya que para 1994, había reportado ganancias en dichas **actividades** de Usd. 20.0 millones, o sea, un 20% del total de las ganancias operativas del banco.
- La estructura matricial del banco, una funcional y la otra regional, conllevando a una descentralización perniciosa.
- Desoyeron una llamada de alerta de los auditores, en donde se manifestaba una "excesiva concentración de poder en la manos de Leeson".

Para resumir se transcribimos un párrafo de un artículo aparecido en el Wall Street Journal, el 27 de febrero de 1995:

Los funcionarios del Banco de Inglaterra señalaron que no consideran el problema como un caso peculiar de los derivados.... En una circunstancia donde el operador esté tomando posiciones no autorizadas, según dijeron, la verdadera cuestión es la fortaleza de los controles internos de una empresa de inversiones y el seguimiento externo hecho por las bolsas y por los reguladores".

Caso No.2 (Condado de Orange)

Es un caso extremo de administración de riesgos no controlado de una entidad municipal o un fondo gubernamental local. Veamos:

- A Bob Citron tesorero del condado Orange, se le había encomendado una cartera de Usd 7,5 mil millones.
- Se hicieron repo por Usd. 12.5 mil millones que sumados a los fondos de tesorería se contaba con un portafolio de Usd. 20.0 mil millones, los cuales fueron invertidos en bonos privados con vencimiento promedio de cuatro años, en un entorno donde los costos de intereses a corto plazo era más bajos, que los rendimientos a mediano plazo.

- La estrategia trazada trabajó de maravillas, con tasas de intereses a la baja.
- Para 1994, las curva de intereses era creciente poniendo en evidencia la estrategia utilizada. Durante ese las pérdidas en papel, requirieron las llamadas de margen de los intermediarios que habia proporcionado el financiamiento de corto plazo.
- Para diciembre de 1994, al difundirse la noticias sobre el portafolio del condado, los inversionistas trataron de retirar sus inversiones. Finalmente , dado la circunstancia que el condado no pagó sus colaterales, los intermediarios, hicieron lo propio, liquidando el colateral y el Condado de Orange se declaró en bancarrota.
- Al mes siguiente se deshicieron de los valores restantes, llevando a una pérdida de 1.64 mil millones de dólares.

Las circunstancias del presente descalabro del condado se pueden delinear en los siguientes

puntos:

- Bob Citron contaba con un historial que le hacía la vida fácil a sus superiores, tal era el caso que en años anteriores, había ingresado cerca de usd. 750.0 millones en dinero libre para el condado, pero se les había olvidado, que ingresos más altos, vienen acompañados por riesgos mayores.
- En el verano del 1994, los supervisores del condado habían aprobado la emisión de Usd. 600.0 millones para proveer liquidez al operador.

- Los riesgos del fondo del Condado de Orange, eran obvios, ya que en los reportes mensuales, se listaban las posiciones de usd. 20.0 mil millones en bonos y en reverse repo.
- Para ese mismo año (1994) existía otro funcionario que se había candidatizado al puesto de tesorero, advirtiendo que la estrategia utilizada era demasiado agresiva (con un alto nivel de riesgo) y que el fondo estaba abajo (minusvalías) por mil millones, sus argumentos no fueron tomados en cuenta ya que perdió la elección.
- Un error del operador (tesorero) era que reportaba la inversión al costo y no marcaba el mercado (mark to market), argumentando que no había riesgo en el portafolio, ya que mantendría la tenencia física hasta el vencimiento. Tenía el asidero legal vigente en ese entonces, en que las normas contables municipales no exigían el registro de pérdidas o ganancias de papel.
- Al no reportar las pérdidas de papel, la erosión del portafolio pudo llegar hasta la suma de usd. 1.7 mil millones de pérdida.

Si se hubiera publicado el VAR (valor en riesgo) del portafolio, los inversionistas probablemente habrían sido más cuidadosos con sus decisiones de mantenerse en el fondo.

Del estudio cuidadoso de los dos casos presentados, los cuales fueron tomados prestados del libro del prof. Jorion, son que hubo ausencia de estrictas políticas de administración de riesgos.

Los controles y verificaciones proporcionados por un sistema adicional de administración del riesgo, así como el tratamiento uniforme de la información del front

office y del back office (operaciones), si debieran de constituir una protección contra operadores tramposos o fuera de control. Con un buen sistema de administración de riesgos, serían detectados en cuestión de días, si no es que de horas. Por eso que los sistemas de administración de riesgos son invaluableles en los mercados financieros. (Jorion, Ph. (1999:57)).

Las reacciones no se han hecho esperar, en el sector privado los reguladores gubernamentales, hoy día, están realizando una prolija auditoría de las entidades financieras.

En 1993, el Grupo de los Treinta (G30), un grupo consultivo formado por personas del mundo bursátil, banqueros, financistas etc., emitieron un dictamen sobre derivados, que rezaba así: "La actividad de los derivados, hace una contribución a la economía total que puede ser difícil de cuantificar, pero que es, sin embargo favorable y sustancial". [Jorion, Ph. (1999)].

Otro aspecto que vale resaltar, que ellos manifiestan que la utilización de los derivados no introducen un riesgo mayor que los ya existentes el mercado, además que es imprescindible la administración de los derivados, que no es más que la de valorar la posiciones al mercado (mark to market) y evaluar sus riesgos utilizando un sistema de valor en riesgo (Value at risk).

Por el lado de los reguladores (entidades oficiales), gracias al explosivo crecimiento de los mercados de derivados y de las pérdidas monstruosas que se han comentado, han preocupado a los legisladores y a los reguladores.

Para el tercer trimestre de 1994, los bancos centrales del Grupo de los Diez (G10), emiten un reporte sobre las bondades de la revelación pública de los riesgos de mercado y crédito por parte de los intermediarios financieros. A este reporte se le llamó "Reporte Fisher", que entre sus conclusiones dice que:

- Los mercados financieros funcionan más eficientemente cuando los participantes del mercado tienen información suficiente acerca de los riesgos y los rendimientos, para realizar inversiones y tomar decisiones operativas con información suficiente. Durante los episodios de tensión en el mercado, esta falta de transparencia puede crear un ambiente tal, en el cual el rumor por sí solo puede ocasionar que el acceso de una empresa al mercado y su financiamiento se vean perjudicados.

Lo que se desea en realidad, es la revelación pública del riesgo puede reducir los riesgos sistémicos y ayudar al sistema financiero. Por otra parte que la revelación de la información es altamente **descable** y que además se debe cuantificar el riesgo en una técnica denominada **VAR** (Valor en riesgo).

A manera de conclusión de lo escrito hasta la fecha, en este apartado, es que la utilización de los derivados financieros ya sea como elemento de especulación y de cobertura, requiere dos situaciones fundamentales: a) control interno y b) **valuar** dichos riesgos en una técnica, que actualmente la más utilizada es la de valor en riesgo.

B CONTROL INTERNO

Se define como un proceso ejecutado por personal de la entidad, diseñado para cumplir objetivos específicos, el cual es el de ayudar a la administración del negocio y otras entidades a mejorar la fiscalización de las actividades de sus organizaciones. Todo esto se hace con el ánimo de proporcionar al sistema empresarial una seguridad razonable, para la obtención de objetivos en las siguientes categorías:

- Efectividad y eficiencia de las operaciones.
- Confiabilidad en la información financiera.
- Cumplimiento de las leyes y regulaciones aplicables.

Por lo tanto la presente definición presenta, según COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), ciertos aspectos fundamentales:

- El control interno es un proceso. Constituye un medio para un fin, no un fin en sí mismo.
- El control interno es ejecutado por personas en cada nivel de una organización.
- Del control interno puede esperarse que proporcione solamente seguridad razonable, no seguridad absoluta, a la administración y al consejo de una entidad.
- El control interno está engranado para la consecución de objetivos en una entidad o más categorías separadas pero interrelacionadas.

Más adelante agrega el referido informe que el control interno está compuesto por cinco componente interrelacionados, los cuales serían: (Fig. 20)

- **Ambiente de control** . La esencia de cualquier negocio es su gente- sus atributos individuales, incluyendo la integridad, los valores éticos y la competencia- y el ambiente en donde ella opera. La gente es el motor que dirige la entidad y el fundamento sobre las cual todas las cosas descansan.
- **Valoración de riesgos** . La entidad debe ser consciente de los riesgos y enfrentarlos. Debe señalar objetivos, integrarlos con ventas, producción, mercadeo, finanzas y otras actividades de manera que opere concertadamente. También debe establecer mecanismos para identificar, analizar y administrar los riesgos relacionados.
- **Actividades de control** . Se deben establecer y ejecutar políticas y procedimientos para ayudar a asegurar que se están aplicando efectivamente las acciones identificadas por la administración como necesarias para manejar los riesgos con la consecución de los objetivos de la entidad.
- **Información y comunicación** . Los sistemas de información y comunicación se interrelacionan. Ayudan al personal de la entidad a capturar e intercambiar la información necesaria para conducir, administrar y controlar sus operaciones.
- **Monitoreo** . Debe monitorearse el proceso total, y considerarse como necesario hacer modificaciones. De esta manera el sistema puede reaccionar dinámicamente, cambiando a medida que las condiciones lo justifiquen.

Componente del control interno

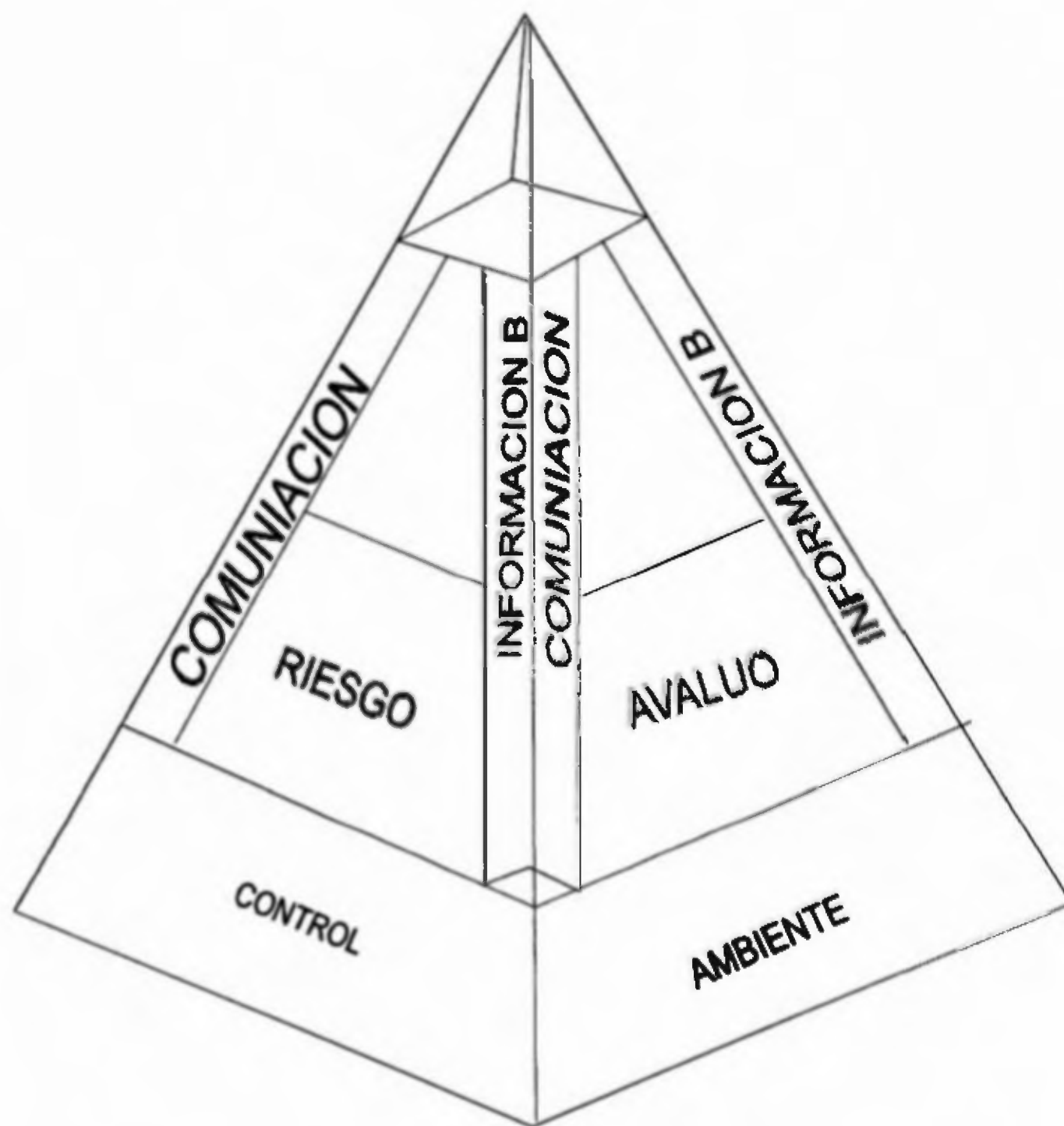


FIGURA N°20

En capítulos precedentes de una forma u otra se han tocado temas relacionados a los tópicos, que forman parte integrante del control interno, tales como el ambiente de control, que se desenvuelve en un entorno, que su idiosincrasia responde a la cultura de la empresa, en donde derivan lo concerniente a la los valores, la forma de gestión etc. De igual manera en el capítulo tercero se trajo a colación la identificación de los riesgos a la cual se ve enfrentada la entidad como un todo, ya que en primera instancia se definió los objetivos en el proyecto de objetivos, en vista que es una condición *sine qua non*. La definición de objetivos, entonces, es una parte clave del proceso administrativo (COSO, (1998)). Al definir los objetivos es más fácil la identificación de los riesgos y la toma de las medidas necesarias para administrarlos, que en el caso del presente trabajo planteamos el uso de derivados como una de ellas

De manera sucinta, siguiendo de cerca el referido informe, detallaremos en particular, las partes componentes del control interno.

I Ambiente de control

Influye de forma marcada como se conforman las actividades del negocio, se establecen los objetivos y de igual manera la valoración de los riesgos, es decir, por la cultura corporativa y todo de lo que ella se decanta, tal como fue tratado en el primer capítulo. A su vez se puede descomponer en:

- **Integridad y valores éticos** : La consecución de los objetivos, están basados en preferencias, juicios de valor y estilos administrativos (forma de gestión). Todo

lo anterior llegar a forma los estándares de conducta, que reflejan la integridad de los administradores y su compromiso con los valores éticos.

- **Compromisos con la competencia** : Debe reflejar el conocimiento y habilidades necesarios para realizar las tareas que definan los trabajos individuales, se deben convertir en requisitos de conocimiento y habilidades, enmarcado dentro de una efectiva de los recursos humanos.
- **Consejo de directores o comité de auditoría** : el ambiente de control y el tono de gestión a ese nivel está influenciado por el consejo rector (de directores o de auditoría). Tales factores incluyen la independencia frente a los administradores por parte del consejo o del comité de auditoría, la experiencia y la posición social o profesional de sus miembros, la extensión de su participación y del escrutinio de las actividades, y lo apropiado que puedan ser sus acciones. [COSO, (1998:30)].
- **Filosofía y estilo de operación de la administración** . Afecta como la empresa es manejada, incluyendo el conjunto de riesgos normales de los negocios. En esa orientación el informe COSO, agrega “una entidad que ha tenido éxito asumiendo riesgos significativos puede tener una percepción diferente sobre el control interno que otra que ha tenido austeridad económica o consecuencias reguladoras como resultado de sus incursiones de negocios de alto riesgo”. No sería lo que sucedió en caso del banco Barings, tratado en páginas anteriores?
- **Estructura organizacional** : Es el marco conceptual mediante la cual se planean, ejecutan, controlan y monitorean sus actividades para la búsqueda de los objetivos y tales actividades se encuadran en la cadena de valor: actividades

primarias (producción, logística etc) y las de apoyo (administración, servicio post-venta).

- **Asignación de autoridad y responsabilidad** : Es donde se asignan las autoridades y responsabilidades para las actividades de operación y el establecimiento de relaciones de información y de protocolos de autorización.
- **Políticas y prácticas sobre recursos humanos** : Se relacionan con las practicas sobre el empleo, orientación, entrenamiento, evaluación, consejería, promoción, compensación y acciones remediales. En otra palabra, la administración de los recursos humanos.

2. Valoración de riesgos

Toda entidad económica al tratar de buscar sus objetivos se ve expuesta a un sinnúmero de riesgos, ya sean operacionales, financieros etc; en consecuencia debe valorarlos, para dependiendo de los mismos: administrarlos. Se entiende como valoración de riesgos, la identificación y análisis de los mismos, que sean relevantes para la obtención de los objetivos, formando de esta forma la base para su administración. Dado que las condiciones económicas, industriales, reguladoras y de operaciones continuarán cambiando, se necesitan mecanismos para identificar y tratar los riesgos especiales asociados con el cambio [COSO (1998:39)].

El riesgo es consustancial a la actividad empresarial, sin menoscabo de su tamaño, estructura naturaleza o clase de industria se abocados a diferentes riesgos a todos los niveles de la organización. Los riesgos afectan la habilidad de la entidad para sobrevivir:

afortunadamente compiten dentro de sus industria, mantienen su fortaleza financiera y la imagen pública positiva y mantienen la calidad total de sus productos, servicios y gente. No existe una manera práctica para reducir los riesgos a cero. En realidad, la decisión de estar en los negocios, crea riesgos. La administración debe determinar cuántos riesgos es prudente aceptar, y se esfuerza por mantenerlos dentro de esos niveles. (COSO , op cit).

Se dijo que la definición de los objetivos de la entidad corporativa es una situación previa a la valoración de los riesgos. Esta definición es una parte clave del proceso administrativo (ver figura No 21), en donde se trazan las parte integrantes del control interno, que a su vez es parte inherente al proceso administrativo.

Es cierto que la definición de objetivos tiene tres categorías de éstos, que son:

- **Objetivos de operaciones:** se dirigen a la efectividad y eficiencia de las operaciones de la entidad, inclusive objetivos de desempeño y rentabilidad
- **Objetivos de información financiera:** Se refieren a la preparación de estados financieros , que sean confiables. Están orientados por requerimientos externos
- **Objetivos de cumplimiento:** Se refieren al cumplimiento de leyes y regulaciones a las cuales la empresa o entidad está sujeta

Una vez definidos los objetivos se puede identificar con mayor facilidad los riesgos a los cuales se ve expuesta la empresa, pero que es identificar los riesgos?. El proceso de identificación y análisis de riesgos es un proceso interactivo del día a día, y componente crítico del proceso administrativo.

El Control Interno y el Proceso Administrativo

Actividades administrativas	Control Interno
<p>Definición de objetivos, misión y valores de la entidad</p> <p>Planeación estratégica</p> <p>Establecimiento de factores del ambiente de control</p> <p>Definición de los objetivos por nivel de actividad</p> <p>Identificación y análisis de riesgos</p> <p>Administración de riesgos</p> <p>Dirección de las actividades de control</p> <p>Identificación, captura y comunicación de información</p> <p>Monitoreo</p> <p>Acciones correctivas</p>	<p>✓</p> <p>✓</p> <p>✓</p> <p>✓</p> <p>✓</p>

FIGURA N° 21

El desempeño de una entidad puede estar en riesgo a causa de factores internos o externos. Estos factores, a su turno, pueden afectar tanto los objetivos establecidos como los implícitos. Los riesgos se incrementan en la medida en que los objetivos difieren crecientemente del desempeño pasado. (COSO (1998)).

Por otra parte el proceso de valoración de riesgos de una empresa, sea comprensiva en el ámbito que pueda considerar las interacciones de los bienes y servicios e información entre una unidad administrativa (empresa) y su entorno externo (proveedores, clientes, acreedores, accionistas empleados, intermediarios etc), es decir, sus agentes frontera. De igual manera este proceso de valoración e identificación esta inmerso en el de planeación.

Se va a tomar prestado del informe COSO, algunos ejemplos de factores de riesgos ya sean de índole externos e internos.

a. Factores externos.

- Los desarrollos tecnológicos pueden afectar la naturaleza y oportunidad de la investigación y desarrollo o dirigir hacia la procura de cambios
- Las necesidades o expectativas cambiantes de los clientes pueden afectar el desarrollo del producto, el proceso, el servicio al cliente, los precios o las ganancias.
- La competencia puede alterar las actividades de mercadeo o servicio.
- Las catástrofes naturales pueden orientar los cambios en las operaciones o en los sistemas de información y hacer urgente la necesidad de planes de contingencia.

- Los cambios económicos pueden tener un impacto sobre las decisiones relacionadas con financiación, desembolsos de capital y expansión.

b. Factores internos:

- Una ruptura en el procesamiento de los sistemas de información puede afectar adversamente las operaciones de la entidad.
- La calidad del personal vinculado y los métodos de entrenamiento y motivación pueden influenciar el nivel de conciencia de control de la entidad.
- Un cambio en las responsabilidades de la administración puede afectar la manera como se efectúan ciertos controles.
- La naturaleza de las actividades de la entidad y el acceso de los empleados a los activos pueden contribuir a una equivocada apropiación de los recursos.
- Un consejo o comité de auditoría que no actúa o que no es efectivo puede proporcionar oportunidades para indiscreciones.

Posterior a la identificación de los riesgos, se deben analizarlos, que comprende:

- Estimación del significado de un riesgo.
- Valoración de la probabilidad (frecuencia) de ocurrencia del riesgo.
- Consideración de cómo puede administrarse el riesgo, que es la valoración de que acciones deben tomarse para su administración.

Hay que notar que la valoración (identificación) de los riesgos es, parte del control interno, en cambio, las acciones, programas etc. son del proceso administrativo.

No hay que olvidar que el entorno donde se desenvuelve la empresa está en constante cambio, por lo tanto, es vital importancia en la valoración e identificación de los riesgos estar atentos al mismo, ya que lo establecido como control interno en un ambiente no necesariamente sería efectivo en otro. Lo anterior implica que toda unidad económica tiene que tener los mecanismos que le permitan considerar a tiempo los cambios habidos en el entorno, y esto se puede encontrar con el auxilio de un sistema de información y comunicación.

Existen circunstancias, que según el informe COSO, ameritan tenerle una atención especial, las cuales las detallamos a continuación:

- **Cambios en el ambiente de operación.** El cambio en el ambiente regulador o económico puede dar como resultado un incremento en las presiones competitivas y en los riesgos inherentes.
- **Personal nuevo.** Un ejecutivo principal nuevo en la entidad puede no entender la cultura de la entidad, o centrarse solamente en el desempeño, excluyendo las actividades relacionadas con el control.
- **Sistemas de información nuevos o reconstruidos.** Por lo general los controles se ven averiados frente a sistemas nuevos o reconstruidos, por la premura del tiempo de ejecución.
- **Crecimiento rápido.** Cuando las operaciones se expanden significativamente, los sistemas existentes pueden forzarse excesivamente hasta llegar la situación de tornarse inoperantes.

- **Tecnología nueva.** Al incorporarse nuevas tecnologías en el proceso de producción, o en los sistemas de información, existe la eventualidad de que los controles internos requieran ser modificados.
- **Líneas, productos, actividades nuevas.** Cuando la empresa incorpora actividades nuevas, líneas de productos o negocios o transacciones (como el uso de derivados) con las cuales no está familiarizados, los controles actuales pueden no ser efectivos o adecuados.
- **Reestructuración corporativa.** Las reestructuraciones corporativas, (fusiones, compras apalancadas etc), vienen acompañadas de reducciones de personal e inadecuadas supervisión y segregación de funciones, afectan en grado sumo el control interno existente.
- **Operaciones en el extranjero.** La expansión o adquisición de operaciones en el extranjero acarrea nuevos riesgos por lo general, los cuales deben orientar la administración de éstos.

3. Actividades de control

Son las políticas y procedimientos que las personas para tratar de asegurar que se están llevando a cabo las directivas administrativas identificadas como necesarias para manejar los riesgos. Se pueden dividir en tres categorías, basadas en la naturaleza de los objetivos de la entidad con las cuales se relaciona: a) operaciones, b) información financiera y c) cumplimiento.

A continuación se enumeraran algunos tipos de actividades.

- **Revisiones de alto nivel.** Se deben realizar frente al desempeño actual de los presupuestos, pronósticos, periodos anteriores etc.
- **Funciones directas o actividades administrativas.** Los administradores dirigen las funciones o las actividades revisando los informes de desempeño
- **Procesamiento de información.** Se pone en práctica una variedad de controles para verificar que estén completos y autorizados las transacciones. Los datos que ingresan están sujetos a verificaciones o cotejos con los archivos de control.
- **Controles físicos.** Equipos, inventarios, valores y otros activos se aseguran físicamente en forma periódica son contados y comparados con las cantidades presentados en los registros de control.
- **Indicadores de desempeño.** Se relaciona unos con otros los diferentes conjuntos de datos, ya sean operacionales o financieros, además de analizar las interrelaciones e investigar y corregir las acciones, sirven como actividades de control.
- **Segregación de responsabilidades.** Las responsabilidades se segregan o se dividen, entre diferentes empleados para eludir el riesgo de error o de acciones inapropiadas.

Las actividades de control se integran con la identificación de los riesgos, en la medida que las acciones identificadas para manejar los riesgos también sirven como centro de atención sobre las actividades de control a poner en funcionamiento para ayudar a asegurar que las acciones se están realizando de manera adecuada y oportuna

4. Información y comunicación

Cada empresa debe capturar información pertinente, financiera y no financiera relacionada con actividades y eventos tanto externos como internos. La información debe ser identificada por la administración como relevante para el manejo del negocio. Debe entregársele a la gente que la necesita, en una forma y oportunidad que le permita llevar a cabo su control y sus otras responsabilidades [COSO (1998:71)].

Pero todo esta estructura de control interno cómo se podría integrar al uso de derivados financieros como elementos de cobertura, en la administración de riesgos? En la presente línea, los entes reguladores, como respuesta a los clamores de los organismos privados, y al público en general, se trazó en 1996, por el COSO, el control interno, es este caso al uso de los derivados financieros, ya que se notó que existe un inadecuado control interno en el uso de los mismos. En este contexto incorporamos, algunos temas interesantes referentes a la materia tratada hasta el momento.

Antes de aplicar el control interno, trazados por el COSO, es menester que:

- Exista una comprensión de las operaciones y de los objetivos globales de la entidad.
- Haya habido una identificación, medición, valoración y modificación de los riesgos del negocio.
- Se evalúen el uso de los derivados como medio de control de los riesgos de mercado, además de su vinculación con la entidad global y con los objetivos a nivel de actividad.

- Se definan las actividades de administración de riesgos y de los términos relacionados con derivados para proporcionar un entendimiento claro del uso que se les intenta dar.
- Se valoren lo apropiado para la actividad especificadas y las estrategias (cursos de acción) relacionadas con el uso de los derivados financieros.
- Se haya establecido los procedimientos para la obtención y suministro de información, así como el análisis, sin menoscabo del monitoreo de las actividades de administración de riesgos y de sus derivados.

Las políticas que documentan el proceso de administración de riesgos y permiten el uso de derivados financieros se deben elaborar cuidadosamente para reconocer que administración de riesgos tiene diferente significado para diferente gente. Las razones precisas para usar derivados no siempre son aparentes, y los riesgos relacionados con ciertas actividades y usos se pueden interpretar de formas distintas. Dado que no existen definiciones estándar sobre lo que conllevan las actividades d administración de riesgos, el control apropiado significa que las entidades pueden usar lenguajes muy específicos. Las políticas deben identificar los objetivos y los resultados esperados, de definir de manera clara los términos y los límites, e identificar y clasificar las actividades y estrategias que permiten, prohíben, o requieren aprobación específica. (COSO (1998b)).

Para comprender y entender de una mejor forma, el uso del control interno en el uso de los derivados financieros, COSO recomienda que:

- Iniciar una auto-valoración de los sistemas de control de la entidad como un todo.

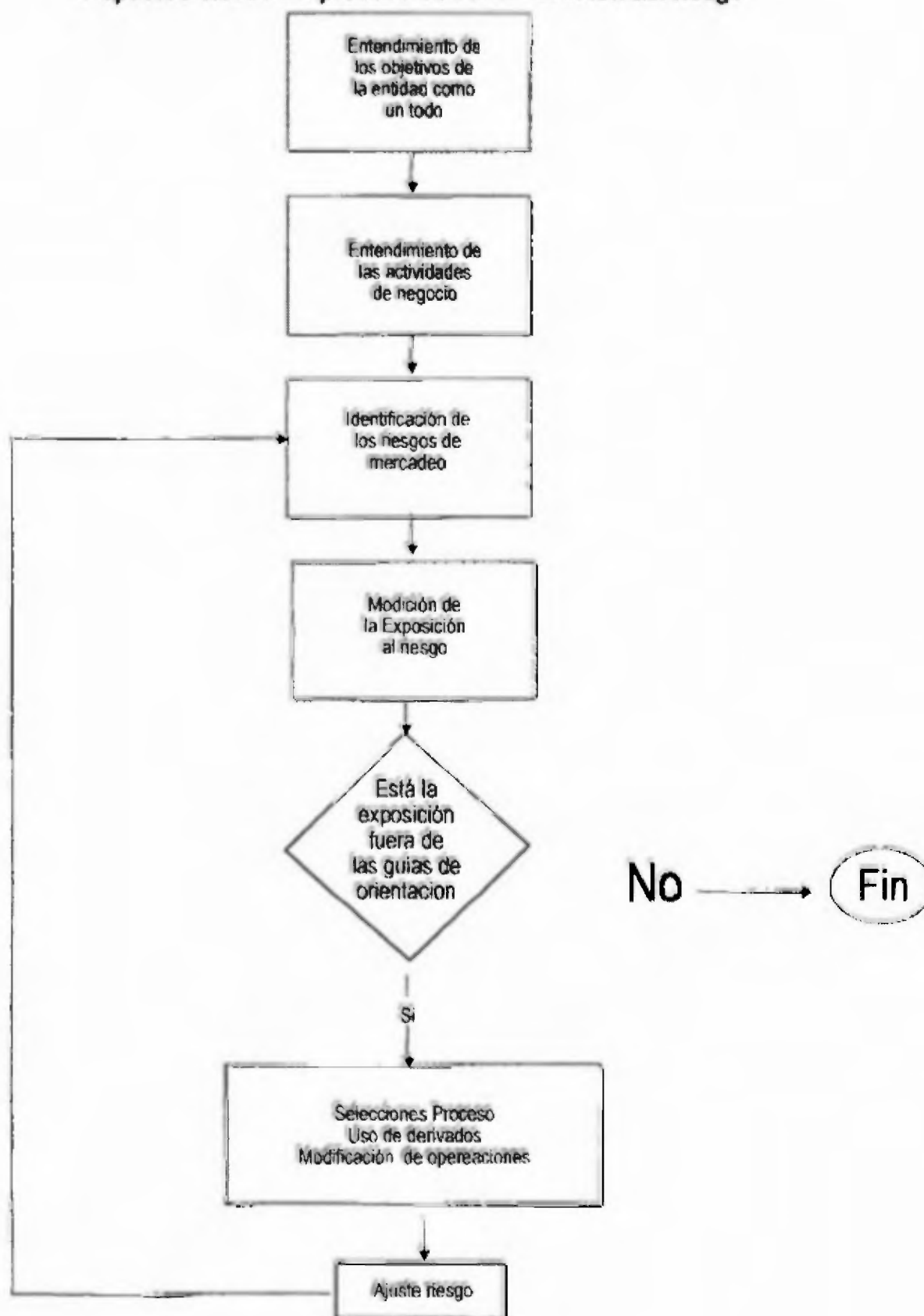
dirigiendo atención específica a las áreas de operaciones de derivados, de importancia primaria.

- Integrando completamente las actividades de administración de derivados en el sistema global de administración de riesgos de la entidad mediante el desarrollo y puesta en práctica de una política comprensiva de administración de riesgos.
- Asegurando que los objetivos de política que especifican el uso de derivados están articulados y documentados claramente.
- Requiriendo que cualquier uso de derivados esté claramente vinculado con la entidad como un todo y con los objetivos a nivel de actividad.

Los derivados financieros continuarán siendo una herramienta importante en la administración de riesgos de una entidad, y se espera con el transcurrir del tiempo, se aumente su significado con el desarrollo de nuevos productos y nuevas técnicas, que podrán redefinir y a la vez mejorar su uso (habilidad) para la consecución de los objetivos trazados en la administración de riesgos. En consecuencia es menester su entendimiento adecuado de su naturaleza, así como los riesgos en el uso de los derivados financieros. Es esencial para usar estas herramientas de manera prudente.

En la administración de riesgos requiere que se identifique la exposición al riesgo a partir de las actividades en tiempo real del negocio. Las exposiciones al riesgo se deben medir para identificar su magnitud y su potencial para generar pérdida y se deben valorar para determinar los niveles tolerables de exposición. La política debe especificar los requerimientos para desempeñar esas acciones, tal como se describe en la figura N°

Aspectos claves del proceso de administración del riesgo



Al tratar de analizar la precitada figura se ve con claridad que todos los aspectos hay detallados se han analizados en el presente trabajo de investigación, por ende, no sería prudente definirlos a este nivel de la investigación.

Sólo no basta remarcar lo concerniente a la medición de la exposición al riesgo, que en la actualidad existen algunas técnicas de medición, tales como análisis de sensibilidad, inclusive el de simulación.

Entidades que tienen operaciones complejas y una diversidad de exposiciones de mercado se podrían centrar más ampliamente en el impacto que tales exposiciones tienen sobre la entidad. Un enfoque de valor en riesgo (Value at risk) puede ser descable en estas situaciones dado que mide el efecto del precio y de los cambios de precios y tasas sobre el valor global de la entidad (capital) y en los resultados de operación (ingresos netos). El método de valor en riesgo busca convertir todos los instrumentos en unidades de riesgos, o pérdida potencial basándose en ciertos parámetros, tales como el periodo de vinculación relevante sobre el cual puede cambiar el valor de las posiciones, una valoración de la probabilidad de movimientos del mercado con algún intervalo de confianza y la volatilidad de los factores de riesgos basándose en observaciones de periodos históricos. Se calcula una cantidad de valor en riesgo para posiciones y portafolios individuales. Estas figuras se agregan entonces en una figura particular que representa la cantidad máxima de riesgo (al nivel de confianza escogido) para un periodo de tiempo dado (subrayado nuestro) [COSO (1998b:20)].

Aspectos clave del control del uso de derivados

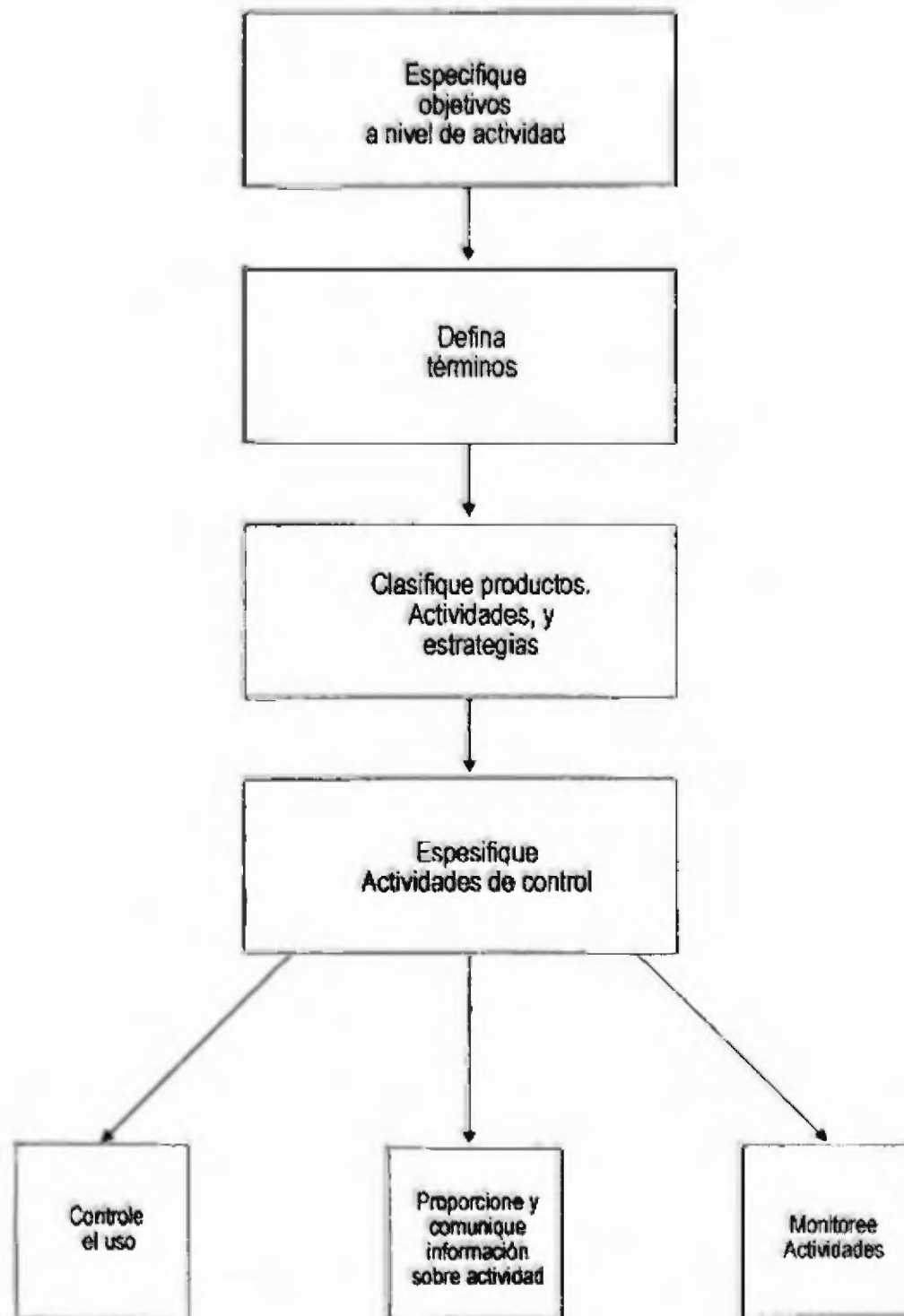


FIGURA N°23

Al insertar la figura No.23 se quiere reafirmar la importancia del control interno en el uso de los derivados financieros en la administración de riesgos, en donde se dibujan las actividades que son necesarias para el control efectivo en el uso de derivados.

Los derivados financieros tienen ciertas características que son importantes conocerlas para su real entendimiento y uso y esas son:

- **Apalancamiento** . Pequeños cambios en el precio, tasa índice o tasa subyacente pueden producir comparativamente grandes ganancias o pérdidas derivadas. Son ideales para la protección y para las actividades de administración de riesgos, dado que se pueden administrar grandes cantidades de activos o pasivos mediante una inversión relativamente pequeña en posiciones de derivados.
- **Liquidez** . Existen derivados con altas liquidez, ya que son comerciados activamente en el mercado, esto lo hace ideal para la administración de riesgos, en vista que las transacciones que entran y permanecen en el mercado se pueden conseguir cómoda y rápidamente a precios fácilmente determinables. Esto le permite a la administración flexibilidad para darle respuesta a un mercado cambiante y a las condiciones de negocios.
- **Personalización** . Existen instancias en las cuales un intercambio comercial de derivados no está disponible para lograr un objetivo particular de administración del riesgo. En tales circunstancias se debe recurrir a los mercados OTC (over trade counter) –sobre la mesa- para cumplimentar ese objetivo específico.

La personalización también facilita el uso no autorizado, dado que la verdadera naturaleza del derivado personalizado puede ser no obvia sin un entendimiento claro de los términos subyacentes del contrato (COSO (1998b:27)).

La utilización de derivados financieros como elemento subyacente en la administración de riesgos conllevan en sí, riesgos, que justifican el control interno en su uso. Estos riesgos son:

- **Riesgo de mercado** . Es el riesgo que el valor del contrato de derivados cambiará ya sea de forma favorable o desfavorable, como respuesta a la situaciones cambiantes del mercado.
- **Riesgo de liquidez del mercado** . La liquidez del mercado es más alta en los contratos personalizados derivados del mercado OTC, ya que se negocian con un propósito específico.
- **Riesgo básico o de correlación** . Existe entre instrumentos que no están perfectamente correlacionados, lo que llevará a las coberturas perfectas y cruzadas, que se estudiaron anteriormente.
- **Riesgo de crédito** . Se deriva de tener pérdidas del no desempeño por parte de la contraparte respecto al contrato de derivados. Este es diferente en el mercado sobre la mesa (OTC) y casi nulo en el mercado organizado, gracias a los ajuste al mercado diario que se le exigen a las contraparte.
- **Riesgo legal** . En algunos países el cuerpo de materias legales referentes a las corporaciones, tales como contratos y bancarrotas, en general y derivados en

particular (en caso de Panamá, recién se han regulados), no están bien desarrollados. Lo anterior lleva al

riesgo que posiblemente un tribunal no obligaría a la contraparte el cumplimiento de los contratos como se habían pactados originalmente.

- **Riesgo sistémico o de interconexión.** Viene de una ruptura aislada en el mercado para un instrumento financiero en particular (tal como el incumplimiento de un comerciante o usuario particular) pueda causar dificultades muy extendidas para los participantes en ese mercado. Por ejemplo, es la situación que se está viviendo actualmente en la Zona Libre de Colón, en que el incumplimiento de uno (s) cliente (s) pueda afectar al todo el sistema bancario en general.
- **Riesgo de liquidación.** Es cuando a contraparte ha desempeñado sus obligaciones bajo un contrato, pero no se la ha entregado el valor que debiera de recibir de parte del contrario contractual.
- **Riesgo de liquidez de financiación.** Existen derivados que son instrumentos altamente apalancados que requieren poco o ningún avance de efectivo. Pero existe la probabilidad de que la posición del derivado requiera pagos inesperados (márgenes) y significativos de efectivos durante un término.
- **Riesgo operacional.** Los sistemas computarizados y los procedimientos manuales diseñados para otros tipos de transacciones pueden no ser idóneos para soportar transacciones con derivados.

Como no existe una manera fácil para valorar las actividades de derivados

sin análisis, es necesario un estudio detallado de la actividad en relación con las transacciones y posiciones que modifican o protegen

Dentro de los objetivos planteados por la unidad empresarial existen los concernientes a la información financiera que son confiable. En este contexto, Existen las llamadas Normas Internacionales de Contabilidad (NICS), las cuales fueron publicadas por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASC), que tiene como objetivo.

- Formular y publicar para el interés público normas de contabilidad para ser observadas en la presentación de estados financieros y promover su aceptación y observancia en todo el mundo.
- Trabajar en general para la mejora y armonización de las regulaciones, normas de contabilidad y procedimientos relativos a la presentación de estados financieros

Para darle cumplimiento a los objetivos trazados con antelación, el Comité de Normas de Contabilidad (IASC), emitió 34 Normas Internacionales de Contabilidad, las cuales son usadas

- Como base para los requisitos contables en muchos países;
- Como un punto de referencia internacional por parte de ciertos países que desarrollan sus propios requisitos.
- Por las bolsas de valores y autoridades reguladoras que autorizan a las compañías domésticas o extranjeras a presentar estados financieros de acuerdo con Normas Internacionales de Contabilidad,
- Por organismos supra-nacionales tales como la Comisión Europea.

- Por un creciente número de compañías por sí mismas

En Panamá, según Resolución No. 4 del 10 de febrero de 1998, la Junta Técnica de Contabilidad, recomendaba que a partir del año de 1999, los estados financieros de las empresas domésticas, se hiciesen bajo las NICs. En la actualidad dicha resolución está suspendida, producto de un fallo de la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia, del pasado 25 de agosto de 1999, consecuencia de una demanda de inconstitucionalidad presentada por un contador de la localidad.

A pesar de lo anterior, la Superintendencia de Bancos, según misiva SB-DJ-758-99, le daba la potestad de los bancos locales, a ceñirse a las NICs o a las normas de contabilidad norteamericanas. En esa dirección la Bolsa de valores de Panamá, exige que a partir del año 99, las empresas que coticen en ella se ceñan a las Normas Internacionales de Contabilidad.

Se nota, que a pesar, de la suspensión del acuerdo de la Junta Técnica de Contabilidad, es un hecho cierto que muchas empresas lo están tomando como un estándar en la presentación de los estados financieros, ya que como, manifestaba, la Bolsa de Valores de Panamá, el uso de las normas internacionales, se hacían con "el objetivo claramente definido de aumentar la transparencia y homologar la preparación, presentación y auditoría de los estados financieros...".

De la 34 Normas Internacionales de Contabilidad, solo se analizará la No. 32, que se refiere a Instrumentos Financieros. Presentación y Revelación

♦ **Objetivo:**

El objetivo de la presente Norma es enriquecer la comprensión de los usuarios de estados financieros sobre la importancia de los instrumentos financieros, en o fuera del estado de situación financiera, para la posición financiera, resultados y flujos de efectivo de una empresa.

La Norma prescribe ciertos requisitos para la presentación de instrumentos financieros incluidos en el estado de situación financiera e identifica la información que deberá revelarse sobre los instrumentos financieros, tanto los incluidos en el estado de situación (reconocidos) como los no incluidos en el estado de situación financiera (no reconocidos). Las normas de presentación tratan de la clasificación de instrumentos financieros entre pasivos y capital, la clasificación del interés, dividendos, pérdidas y ganancias relativos, y las circunstancias en las que los activos financieros y pasivos financieros deberán compensarse. Las Normas de revelación tratan de la información sobre factores que afectan el monto, oportunidad y certeza de los flujos de efectivo futuros de una empresa relacionados con los instrumentos financieros y de las políticas contables aplicadas a los instrumentos. Además, la Norma promueve la revelación de información sobre la naturaleza y grado de uso por parte de una empresa de instrumentos financieros, los objetivos de negocio a que se destinan, los riesgos asociados con ellos y las políticas para controlar dichos riesgos.

♦ **Alcance:**

Se deberá aplicar al presentar y revelar información sobre todos los tipos de instrumentos financieros, tanto los reconocidos como los no reconocidos, diferentes de: (NIC27, 28, 31, 19,26 etc).

♦ **Presentación:**

Al emitirse un instrumento financiero se deberá clasificar el mismo, o sus partes componentes, ya sea como pasivo o como capital, según la sustancia del convenio contractual y a las definiciones de un pasivo financiero y de un instrumento de capital

♦ **Clasificación de Instrumentos Compuesto por el Emisor:**

Toda emisión de un instrumento financiero que contenga elementos de pasivo como de capital se deberá clasificar las partes componentes del instrumento separadamente.

♦ **Interés, Dividendos, Pérdidas y Ganancias**

El interés, los dividendos, las pérdidas y ganancias relativos a un instrumento financiero, o a una parte componente, clasificados como un pasivo financiero, deberán ser informados en el estado de resultados como gasto o ingreso. Las distribuciones a poseedores de un instrumento financiero clasificado como un instrumento de capital, deberán ser cargadas por el emisor directamente al capital contable.

♦ **Compensación de un Activo Financiero y un Pasivo Financiero**

Un activo financiero y un pasivo financiero deberán ser compensados y el monto neto presentado en el balance, cuando una empresa:

- Tiene un derecho exigible legalmente a compensar las cantidades reconocidas, y
- Tiene la intención de liquidar sobre una base neta, o realizar el activo y liquidar el pasivo simultáneamente.

♦ **Revelación:**

El fin de las revelaciones requeridas por esta Norma es proporcionar información que enriquecerá la comprensión de la importancia de los instrumentos financieros incluidos en el balance y fuera del balance para la posición financiera de una empresa, sus resultados y sus flujos de efectivo, y ayudará a determinar los montos, oportunidad y certeza de los futuros flujos de efectivo asociados con dichos instrumentos. Además de proporcionar información específica sobre saldos y transacciones de instrumentos financieros particulares, se exhorta a las empresas a proporcionar una discusión del grado al cual se usan los instrumentos financieros, los riesgos asociados y los objetivos de negocios a que se destinan. Una discusión de las políticas de la administración para controlar los riesgos asociados con los instrumentos financieros, incluyendo las políticas sobre asuntos como coberturas de exposición a riesgos, evitar las concentraciones indebidas de riesgos y requisitos de colaterales para mitigar los riesgos de crédito, brinda una valiosa perspectiva adicional que es independiente de los instrumentos específicos vigentes en un momento particular.

♦ **Términos, Condiciones y Políticas Contables**

Para cualquiera clase de activo como pasivo financieros e instrumento de capital, tanto reconocidos como no reconocidos, una empresa deberá revelar:

- Información sobre el grado y naturaleza de los instrumentos financieros, incluyendo los términos y condiciones importantes que puedan afectar el monto, oportunidad y certeza de los flujos de efectivo;
- Las políticas contables y métodos adoptados, incluyendo los criterios para reconocimiento y la base de medición aplicada.

- ◆ **Riesgo en la Tasa de Interés**

La empresa tiene la obligación de revelar información sobre su exposición al riesgo de tasa de interés, para cada clase de activo, como pasivo financiero, ya sea reconocido o no, la cual incluirá:

- Las fechas contractuales de nueva fijación de precio o de vencimiento, la que se cumpla más pronto; y
- Las tasas efectivas de interés, cuando sea aplicable.

- ◆ **Riesgo de Crédito**

Para cada clase de activo financiero, ya sea reconocido o no, la empresa tiene la obligación de revelar información sobre su exposición al riesgo de crédito, que contendrá:

- La cantidad que mejor represente su máxima exposición al riesgo de crédito en la fecha del balance, sin tomar en cuenta el valor justo de cualquier colateral, en caso de que otras partes dejen de desempeñar sus obligaciones bajo los instrumentos financieros; y
- Las concentraciones importantes de riesgo del crédito.

- ◆ **Valor Justo**

Para cada clase de activo como de pasivo financieros, estén reconocidos o no, una empresa deberá revelar información sobre el valor justo. Cuando no sea factible dentro de las limitaciones de oportunidad o costo determinar el valor justo de un activo o pasivo financiero con suficiente confiabilidad, dicho hecho deberá ser revelado junto con información sobre las características principales del instrumento financiero correspondiente que sean pertinentes a su valor justo.

Activos Financieros Asentados en Libros a un Monto en Exceso al Valor Justo

Cuando una empresa asienta en libros uno o mas activos financieros a un monto en exceso a su valor justo, la empresa deberá revelar:

- El monto en libros y el valor justo ya sea de los activos individuales o de los agrupamientos apropiados de dichos activos individuales; y
- Las razones para no reducir el monto en libros, incluyendo la naturaleza de la evidencia que proporciona la base para la creencia de la administración de que el monto en libros se recuperará.

♦ Coberturas de Transacciones Futuras Anticipadas

En la medida que una empresa haya contabilizado un instrumento financiero como una cobertura de riesgos asociados con transacciones futuras anticipadas deberá revelar:

- Una descripción de las transacciones anticipadas, incluyendo el periodo de tiempo hasta que se espera que ocurran;
- Una descripción de los instrumentos de cobertura; y

- El monto de cualquiera ganancia o pérdida diferida o no reconocida y la programación esperada de reconocimiento como ingreso o gasto.

♦ Otras Revelaciones

Existen situaciones en donde sería favorable hacer revelaciones, con la finalidad de enriquecer la comprensión de los usuarios de estados financieros sobre los instrumentos. Puede ser deseable revelar información tal como:

- El monto total del cambio en el valor justo de activos financieros y pasivos financieros que ha sido reconocido como ingreso o gasto para el período.
- El monto total de la ganancia o pérdida diferida o no reconocida sobre instrumentos de cobertura distintos de los que se relacionan a coberturas de transacciones futuras anticipadas; y
- Los montos en libros, promedio agregado durante el año de activos financieros y pasivos financieros reconocidos, el monto promedio agregado de principal, establecido, teórico, especulativo u otra cantidad similar durante el año de activos financieros y pasivos financieros no reconocidos y el valor justo promedio agregado durante el año de todos los activos financieros y pasivos financieros, particularmente cuando las cantidades en existencia a la fecha de balance no sean representativas de los montos en existencia durante el año.

La Necesidad del VAR

Se han visto pérdidas colosales, que aparejado con el PIB de Panamá, se acerca a un 15%, que en la mayoría de los casos, han sido por falta de control interno, tal como lo

hemos demostrado, en epígrafes anteriores, lo que ha llevado a la comunidad en general ha plantearse una serie de medidas, de control interno, de transparencia en la información financiera, vgr. los NICS y además que exista una medida cuantificable de fácil comprensión, que indique cuál es la real cantidad en riesgo. Con esa finalidad se está utilizando una técnica estadística denominada VAR (Value at Risk), o sea, valor en riesgo. Parafraseando al profesor Philippe Jorion, nos dice “el VAR mide la peor pérdida esperada en un intervalo de tiempo determinado bajo condiciones normales del mercado ante un nivel de confianza dado”. En cambio, el profesor Juan Mascareña, sobre el mismo término dice “es la máxima pérdida esperada debida a un movimiento adverso dentro de un determinado intervalo de confianza, a lo largo de un determinado horizonte temporal”.

En otras palabras el VAR es un ejemplo claro para los usuarios, del riesgo de mercado de la entidad en estudio, por ejemplo, el Banco X, anuncia que el VAR diario de su portafolio es de Usd3.5 millones con un intervalo de confianza del 95%. Qué significa en buen español lo anterior: que sólo existe cinco posibilidades en 100, bajo condiciones normales de mercado, de que ocurra una pérdida mayor que Usd. 3. 5 millones.

La utilización del VAR (Value at risk), es útil para una serie de propósitos, según Ph. Jorion:

- **Presentación de información:** Es útil para que la alta dirección evalúe los riesgos que corren las operaciones de mercado y de inversión. Además, el VAR comunica a los accionistas los riesgos financieros de la empresa en términos no técnicos. Por lo

tanto, el VAR puede ayudar a acelerar la tendencia actual hacia una mejor revelación basada en la presentación de informes con valuación a mercado.

- **Asignación de recursos:** Se utiliza para determinar límites de posición a los operadores y para decidir dónde asignar los recursos limitados de capital. La ventaja del VAR es que crea un denominador común con el cual comparar las actividades riesgosas en diversos mercados. También, el riesgo total de la empresa puede descomponerse en VARs incrementales que permiten al usuario visualizar que posiciones contribuyen más al riesgo total.
- **Evaluación de desempeño:** Puede utilizarse para ajustar el desempeño por riesgo. Esto es esencial en un entorno operativo, donde los operadores tienen una tendencia natural a tomar riesgo extra. Los cargos de capital de riesgo basados en medidas de VAR proporcionan incentivos corregidos a los operadores.

Al ser utilizado en masa por las instituciones financieras y por diferentes usuarios preocupados por el uso de los derivados, así como la comunidad regulatoria, al raíz del Informe de Basilea. Por lo tanto el uso de las técnicas del VAR beneficiará a cualquiera institución con exposición al riesgo financiero:

- **Instituciones financieras:** Los intermediarios financieros con grandes portafolios han estado a la vanguardia de la administración del riesgo. Las instituciones que tienen que ver con numerosas fuentes de riesgo financiero e instrumentos complicados están poniendo en práctica sistemas centralizados de administración del riesgo.

- **Expertos en regulación** : La regulación prudencial de las instituciones financieras requiere el mantenimiento de niveles mínimos de capital como reserva contra el riesgo financiero. Existen varios organismos nacionales en especial el Comité de Basilea, reconocen el uso del VAR como una medida aceptable del riesgo.
- **Empresas no financieras** : La administración centralizada del riesgo es útil para cualquiera empresa con exposición al riesgo financiero. Las multinacionales, a manera de ejemplo, tienen flujos de efectivo denominados en muchas divisas y padecen de oscilaciones cambiarias adversas.
- **Administradores de riesgos** : Los inversionistas institucionales están recurriendo ahora al VAR para controlar los riesgos financieros.

El mayor beneficio del uso del VAR será probablemente en la creación de una metodología estructurada para pensar críticamente sobre el riesgo. Las instituciones que llevan a cabo el proceso de cuantificar su VAR se ven forzadas a confrontar su exposición al riesgo financiero y a establecer una función independiente de administración de riesgos que supervise el front office (tesorería) y el back office (operaciones). En resumen, el proceso administrativo del VAR es tan importante como la cifra en sí [Jorion, Ph. (1998:16)].

QUINTO CAPÍTULO
¿POR QUÉ LA CREACIÓN DE VALOR?

A. LA CREACIÓN DE VALOR COMO INSTRUMENTO DE GESTIÓN.

Desde los albores del presente trabajo de forma explícita se puso como norte que lo que, se iba a desarrollar, era teniendo como presunción: **La creación de valor para el accionista.** Este concepto, desde la perspectiva del accionista resulta un criterio para evaluar la calidad de la gestión de la empresa, que no es más que la creación de valor.

Entendemos como la creación de valor, es decir, el aumento del patrimonio de los inversores (fondos propios). Resta decir, que el aumento de patrimonio o visto de otra forma la creación de riqueza se da en la medida, que la rentabilidad de los accionistas supera con creces el umbral (tasa de corte) que requieren para su inversión.

Por lo tanto, la gestión de valor es uno de los objetivos prioritarios de la empresa. Incluso para algunos, en posiciones extremas, es el único relevante pues, según postulan, para que la empresa maximice su valor para el accionista es necesario que clientes, proveedores, trabajadores y otros partícipes estén satisfechos con su evolución.

[Pérez-Carballo, J. (1998)].

Para gestionar este nuevo instrumento de medición, es menester constar con instrumentos para medirlos (valor creado), e identificar los parámetros (impulsores de valor), que permitan influir sobre el monto del mismo. En este proceso es crítico aislar y comprender los mecanismos por los cuales dichos parámetros contribuyen a la creación de valor, tanto los específicos de la empresa como los del sector en el que compete.

[Pérez-Carballo, J (1998:20)].

Parafraseando a Pérez-Carballo, en la esfera que el criterio de creación de valor, da pie a gobernar la estrategia de la empresa, ya que permite:

- Establecer objetivos y estrategias en coherencia con las expectativas de los accionistas.
- Orientar la estrategia de la empresa hacia aquellas acciones y procesos que crean valor, aportando criterios de análisis y decisión basados en este parámetro con un enfoque a largo plazo.
- Enfocar la función de invertir de modo que se valoren estrategias en lugar de proyectos aislados.
- Facilitar la captación de financiación adicional, ya que los capitales ya sean propios o en forma de deudas se dirigen hacia las unidades empresariales que crean valor.
- Evaluar y recompensar la gestión realizada por el equipo de dirección. Esto se hace en la medida, en que se liga la remuneración de los ejecutivos con el valor creado se acercan ambos objetivos: las de los accionistas con los ejecutivos, obviando de gran forma los problemas de agencia.

De igual forma, el criterio de creación de valor aporta un instrumento útil para,

- Elegir entre estrategias y asignar los recursos de todo tipo
- Forzar a centrarse en los mecanismos capaces de influir sobre el valor.
- Integrar las distintas actuaciones y procesos que tienen lugar en el seno de la empresa.
- Equilibrar el contenido temporal de sus acciones, de modo que actuaciones oportunistas de corto plazo no hipotequen su capacidad para crear valor.

- Liquidar actividades incapaces de crear valor.

En resumen, este instrumento de análisis, no da la visual de los resultados, realizando la compulsa con el objetivo del sistema empresarial, en especial con las personas que asumen los riesgos de la gestión: los accionistas, así como los empresarios profesionales, que son los que en la práctica hacen la gestión de las empresas.

B. CÓMO MEDIR LA CREACIÓN DE VALOR.

Todo lo actuado, dentro del contexto empresarial estratégico, no tienen razón de ser si no se pudiera cuantificar, pero para validar nuestra hipótesis de que la administración de los riesgos financieros se pueden considerar como impulsores de valor. Con tal fin se aplicará una encuesta, que corroborará lo actuado por las empresas pertenecientes al índice bursátil de la Bolsa de Panamá, en este tópico y como lo visualiza el mercado.

En ese orden de ideas se aplicará el concepto de Valor Creado, que se define:

$$VC = Vmf - Vmi + DIV - R * Vmi \quad (5.1)$$

Donde:

Vmf = valor de mercado final de los fondos propios.

Vmi = valor de mercado inicial.

DIV = dividendo repartido durante el año que media entre las dos valoraciones anteriores.

R = rentabilidad mínima exigida por los accionistas, que se tratará en un epígrafe posterior.

Lo resultante de lo calculado de la relación de (5.1), representa el exceso generado sobre la rentabilidad mínima de los inversores, es decir, los fondos propios ($R * Vmi$). Se espera que a lo menos se alcance el rendimiento normal, para contar en ulteriores inversiones con el respaldo, cuando así se requiera, de los accionistas.

Otra forma de cuantificar el valor creado, es través de la rentabilidad del accionista, que se entiende como:

$$Ra = ((Vmf - Vmi) + DIV) / Vmi \quad (5.2)$$

Visto de otra faceta, la rentabilidad del accionista es igual a:

$$Ra = R + VC / Vmi \quad (5.3)$$

O

$$VC = Vmi * (Ra - R) \quad (5.4)$$

La fórmula (5.4) establece que para pueda existir valor creado es menester que la rentabilidad del accionista sea mayor que la tasa de corte o rentabilidad mínima exigida por el accionista, que se convierte en el coste de capital que es la tasa de descuento exigida al actualizar los flujos de la institución o empresa en estudio. Dicha tasa dependerá de los riesgos económicos y financieros a los cuales se vea abocada la unidad económica al momento de tratar de cristalizar los objetivos (visión) del sistema empresarial.

Como se ha planteado en líneas supra descritas, se supone que la administración de los riesgos financieros, con la utilización de coberturas, se consideran como impulsores de valor, en la medida que los inversores particulares o institucionales exijan tasas de corte menos onerosa para aquellas empresas que cuenten con estos artificios financieros, que mitigan la volatilidad de los flujos, llevando unos flujos de caja menos dispersos. (Fig.24)

Hay que entender que el valor de mercado (Vm), ya sea inicial o final, se obtiene, para las empresas que cotizan en bolsa (tales como las que se estudian en el índice bursátil), multiplicando la cantidad de acciones en emitidas por el de su cotización. En los corrillos financieros, se conoce como la capitalización bursátil.

Micro y macroimpulsores de valor

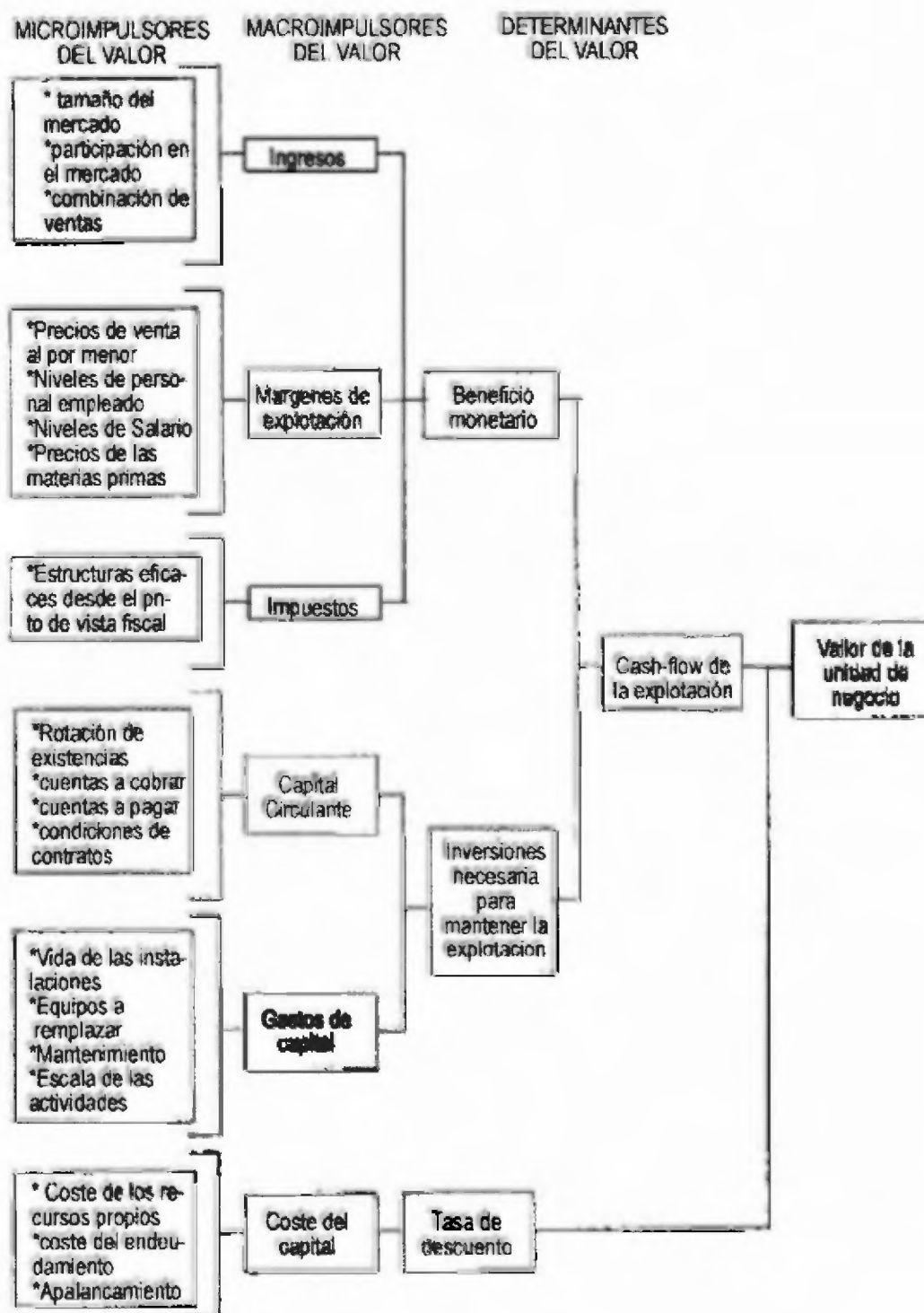


FIGURA N°24

A manera de ejemplo, se detalla la siguiente situación en donde una empresa determinada, no ha tenido ampliación de capital ni recompra de acciones y presenta la siguiente situación:

• Dividendos repartidos (DIV)	200
• Valor final de mercado de los fondos propios (Vmf)	7,000
• Valor inicial de mercado de los fondos propios (Vmi)	6,000
• Rentabilidad exigida por los accionistas (R)	14%

Si para efectos del presente ejemplo, las acciones de la empresa se adquirieran al inicio del periodo y se vendiesen al final, arrojaría los siguientes resultados:

• Incremento en la capitalización bursátil ($Vmf - Vmi$)	1,000
• + Dividendos repartidos	200
• = Renta de los accionistas	1,200
• - Rendimiento exigido por los accionistas ($R \cdot Vmi$) ($14\% \cdot 6,000$)	840
• = Valor creado en el periodo para los accionistas	360

$$\text{Valor creado en \% (VC/Vmi)} (360/6000) = 6\%$$

En lo concerniente a la rentabilidad del accionista se obtiene $((7000-6000) + 200)/6000 = 20\%$, entonces el valor creado sería $(6000 \cdot (.20 - .14)) = 360$. Por consiguiente para que exista valor creado es imprescindible que la rentabilidad del

accionista sea superior a la rentabilidad normal exigida según el perfil de riesgo de la empresa. ($R_a > R$).

De manera sucinta se pueden exponer las siguientes leyes que coadyuvan en la creación de valor:

- Al crear valor se exige que la rentabilidad del accionista supere a sus expectativas de rentabilidad o costo de capital de los fondos propios de la empresa. Hay que tener claro que la rentabilidad del accionista se compone de la obtención de dividendos, además por el aumento del valor teórico o de mercado.
- La creación de valor depende de la capacidad de la empresa para mejorar el flujo de caja previsto para el accionista y para reducir el costo de capital de los fondos propios, gracias a una estrategia de administración de riesgos financieros.
- El valor creado es función de la variación de parámetros del entorno y de la propia gestión interna de la compañía.
- Parte del valor creado por un proyecto o una estrategia nace cuando se concibe y transmite al mercado. Otra parte depende de que la ejecución mejore la prevista inicialmente, de allí se deriva la importancia de la comunicación en el sistema empresarial.
- En la medida que la empresa se limite a cumplir con las expectativas, en esa situación ni crea ni destruye valor, ya que sólo se ha limitado a obtener una rentabilidad que coincide con el costo de capital de los fondos propios.
- En las empresas que coticen en la Bolsa de Valores, la creación de valor depende de su capacidad para transmitir sus planes al mercado y conseguir que éste los comparta.

- La creación de valor es un concepto dinámico que exige que la mejora continua de los flujos de caja previstos por medio de la implantación permanente de nuevas estrategias rentables. El concepto de creación de valor a largo plazo sólo es aplicable a empresas que cuentan con esa capacidad reconocida de innovación permanente. (Pérez-Carballo (1998:71)).

Para algunos analistas, existe otro indicador que presenta trazos sobre el nivel del valor creado, tal es el caso del precio relativo, que resulta de la división del valor teórico y el valor contable. Por lo tanto se ve que:

$$VT = FP \cdot (RF - c / R - c), \quad (5.5)$$

en consecuencia, el precio relativo es igual a:

$$Pr = RF - c / R - c \quad (5.6)$$

en donde:

VT = valor teórico

FP = fondos propios

RF = rentabilidad financiera

c = tasa de crecimiento prevista.

R = costo de capital de los fondos propios o rentabilidad esperada de los accionistas.

C. GENERADORES ECONÓMICOS – FINANCIEROS

Dentro de los factores que inciden o son causan de la creación de valor, los cuales pueden ser operativos y económicos-financieros. Nos dedicaremos a estudiar éstos últimos, que para una mejor comprensión, nos basaremos en la siguiente relación, tomada prestada de Juan Pérez-Carballo, que permite el cálculo de la rentabilidad financiera:

$$RF = (RE + e * (RE-i)) * (1-t) \quad (5.7)$$

En tanto el precio relativo, tomado de (5.6), en este caso lo lleva a:

$$Pr = \frac{(RE + e * (RE-i)) * (1-t) - c}{R-c} \quad (5.8)$$

En donde:

RF = rentabilidad financiera.

e = ratio de endeudamiento

i = costo medio del endeudamiento

t = tipo impositivo

c = tasa de crecimiento prevista

R = costo de capital de los fondos propios.

La precedente relación lleva a la empresa a gobernar la gestión de valor, la cual está cifrada en los seis impulsores de valores presentados en la relación (5.8), que se presentarán a continuación:

- **Rentabilidad económica** depende del atractivo del sector, además de la estructura competitiva dentro del nicho de mercado en donde se desenvuelve la empresa. Se puede calcular por medio de los ratios de rotación y del margen.

- **Crecimiento:** Es un objetivo muy acariciado en la gestión moderna de la empresa, y que su búsqueda trae aparejado los riesgos de los cuales se han hablado en capítulos anteriores. Pero en este caso para que este objetivo, traiga consigo creación de valor es menester, que la rentabilidad financiera (RF) sea superior al costo de capital (R)

Al respecto agrega Pérez-Carballo, que en la medida que el crecimiento crea valor, es necesario identificar la estrategia que se está empleando para que de esta forma se aclare cuales son los impulsores de valores de acorde con esta.

- **Endeudamiento:** El endeudamiento es favorable en la medida, que la rentabilidad económica sea mayor que el coste medio del endeudamiento tal como se refleja en el numerador de la fórmula (5.8). Si esto es cierto el precio relativo sea superior que el precedente.
- **Costo de la deuda:** Su mejor remedio es la gestión es la de obtener un coeficiente de endeudamiento con los instrumentos de deuda más económicos, y lo más importante que tengan la flexibilidad requerida, tal que se puedan acomodar al entorno cambiante sin mucho reparo.
- **Tipo impositivo:** Se enmarca en a mejor gestión de la estructura fiscal vigente.
- **Costo de capital de los fondos propios:** En esta sección se ahondará en la medida, que para la demostración de la hipótesis central del trabajo de investigación es de suma utilidad.

Para los efectos del cálculo de (R, resulta de una ponderación de una prima de riesgo, que va añadida a la tasa libre de riesgos. Entonces:

¿ Por Qué R ?

Al tratar de estimar el valor de mercado de un activo indiferentemente que sea físico o financiero, es imprescindible el cálculo del valor actual del flujo de rentas futuras, que serán una especie de retribución para el tomador de riesgo (empresario). Es decir, descontar dicho flujo una referida tasa, que no es más que R. Pero que es? Es la rentabilidad esperada marginal, que estará concatenada al nivel de riesgo de la unidad económica en cuestión.

Dicha tasa (R) incorpora, además del interés de mercado, el riesgo económico del negocio y el riesgo financiero de la empresa (el cual se hablado detenidamente con antelación).

Riesgo de un activo financiero

El riesgo emerge de la volatilidad de los flujos (variabilidad) de un activo financiero y de la dificultad de prever con exactitud su curso.

Existen activos financieros sin riesgos, ya que sus flujos no tendrían fluctuación, tal es el caso de la deuda emitida por el Estado. Pero existe una gama amplia de otros activos financieros que no están respaldados por el aval del Estado, están sujetos a los vaivenes del mercado, porque no existe la certeza que los flujos correspondientes al servicio de la deuda como el principal, serán honrados en los periodos pactados. A estos activos, el mercado los penaliza con una prima (spread) sobre los libres de riesgos, ya que se visualiza una mayor incertidumbre.

La decisión de invertir en un activo aúna los criterios de rendimiento y riesgo, por lo que no es válido aceptar que los inversores pretendan maximizar la rentabilidad, sin tener en cuenta el riesgo aparejado. (Pérez-Carballo (1998:98)).

¿Cómo se pueden valorar los activos?

En la literatura clásica de finanzas, existe un modelo, que permite cuantificar (R), que en su idioma madre se denomina (CAPM), Capital Asset Pricing Model. El presente modelo acepta, tal como dijo en líneas anteriores, que la rentabilidad esperada de un activo financiero, resulta de añadir una prima de riesgo al rendimiento ofrecido del activo libre de riesgos. Dicha prima responde, a que el inversor deberá soportar mayores riesgos.

El modelo presentado postula, que la prima de riesgo que los inversores exigen a un activo es una función de lineal del coeficiente beta (β).

Este coeficiente incorpora las características del sector en que actúa la empresa y las estrategias de ésta, pues ambos factores explican cómo fluctuará su rentabilidad con relación al mercado global. En la medida en que las pautas comportamiento del mercado y del sector se mantengan y no se altere significativamente la estrategia de la empresa, incluida la de la financiación, el valor de su beta no sufrirá variaciones importantes de un período a otro. (Pérez-Carballo (1998))

El modelo de valoración de activos se expresa así:

$$R = R_f + B \cdot (R_m - R_f) \quad (5.9)$$

donde:

R = rentabilidad esperada del activo.

R_f = rentabilidad esperada de los activos libres de riesgos.

B = coeficiente beta del activo financiero.

R_m = rentabilidad esperada de una inversión que incluya todos los activos con riesgo.

En nuestro caso será el índice bursátil, en vista que las empresas a estudiar son parte de él.

D ¿CÓMO OBTENER LAS BETAS DE LAS EMPRESAS?

En lo que nos concierne, las betas a calcular son de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Panamá, que a su vez son parte de ésta. Esto facilita un poco el cálculo de susodicho parámetro.

Ha que tener presente que toda unidad económica tiene dos tipos de riesgo: el sistemático y el no sistemático. El primero, nace de las condiciones del mercado, que afectará a todas las empresas pero en diferentes grados. En cambio el segundo se puede diversificar, gracias a la acción del accionista, al momento de efectuar la diversificación de su portafolio.

El único riesgo que ha de considerarse para estimar la rentabilidad esperada de los fondos propios es el sistemático. Con tal fin se calcula el coeficiente Beta, el cual mide como influye el riesgo de mercado sobre la prima de riesgo de una empresa en particular con relación a cómo lo hace sobre la del mercado. Es decir, la sensibilidad que incorpora la rentabilidad de una acción respecto a fluctuaciones de la rentabilidad del mercado. (Pérez-Carballo, J (1998:103)).

Con la exposición anterior se hace fácil esbozar la metodología de cálculo de las respectivas Betas de las empresas estudiadas. Sólo resta tomar datos reales para una serie de periodos, que por medio de regresión lineal, que relacionan la rentabilidad de la empresa con la del mercado (se puede tomar el índice de la Bolsa). Entonces:

$$R = \text{alfa} + \text{Beta} * R_m \quad (5.10)$$

El coeficiente alfa indica la rentabilidad de la unidad analizada cuando, el rendimiento de mercado es nulo, en cambio el de Beta, mide la variación de la rentabilidad de los accionistas en relación con la del mercado, es decir, su riesgo sistemático.

Además dicho coeficiente (Beta) de las acciones de una empresa aumenta con la variabilidad de su rendimiento esperado y por tanto, aumenta con:

- La sensibilidad de las ventas con el ciclo económico.
- La proporción de costos fijos.
- El endeudamiento.

Otro aspecto que vale insertar aquí es a través del coeficiente de correlación entre la rentabilidad del accionista (R) y la del mercado (R_m), puede mesurar:

- En términos estadísticos la bondad del ajuste.
- En la vertiente financiera la proporción del riesgo de la empresa explicado por el riesgo del mercado. La diferencia entre la unidad y del coeficiente al cuadrado estima el riesgo no sistemático de la empresa.

¿Y ahora el VAR? ¿Por qué?

Una vez determinado el perfil de riesgo de la unidad económica, es menester determinar la estrategia de la administración de esos riesgos financieros, con el auxilio de los derivados financieros (generalmente fuera de balance), que a la luz de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), se deben plasmar en los Estados Financieros, a valor de mercado (Mark to market), que afectan directamente a los Estados de Resultados, según el valor que tome la posición de los derivados financieros. Por tal

motivo una vez estudiados los Estados Financieros de las empresas que conforman el Índice de la Bolsa, se analizarán con un paquete informático, para que de esta forma dar un espectro más completo de la inversión realizada en estos instrumentos financieros.

No es menos cierto, que paralelamente que utiliza los derivados financieros enmarcados en un contexto, lo anterior debe ir de la mano con el control que esta figura exige, tal como se ha explicitado en un capítulo dedicado a tal fin, por eso se presenta la figura No. En donde se nota que la administración de riesgos (Middle office), no es más que la que media entre tesorería y operaciones siguiendo las pautas de control detalladas en la sección que versaba sobre este tópico. En visto de todo lo anterior un estudio del grupo G-30, plantea algunas prácticas sanas de la administración de riesgos debe contemplar (Jorion, Ph (1999)).

Estas prácticas son:

- **El Papel de la alta Dirección :** Las políticas que definen la utilización de los derivados como elemento de cobertura, deben estar bien definidas en el nivel más alto de la empresa. A ella le corresponde aprobar todo lo concerniente a los procedimientos y controles, para poner en prácticas dichas políticas.
- **Valuar a mercado :** las posiciones de derivados deberán ser valuadas a precio de mercado al menos diariamente.
- **Medición del riesgo de mercado:** Los intermediarios deberán utilizar una medida consistente para calcular diariamente el riesgo de mercado de sus posiciones, para eso existe el VAR.

- **Simulación de estrés :** Deberán cuantificar el riesgo de mercado bajo condiciones adversas del mercado. En vista que los sistemas de Var están basados en condiciones normales de mercado, lo cual no todo el tiempo refleja las pérdidas potenciales bajo entornos extremos del mercado.
- **Administración independiente del riesgo de mercado:** Los intermediarios deben establecer las funciones de administración del riesgo de mercado para asistir a la alta dirección en la formación y poner en práctica los sistemas de control del riesgo.
- **Medición de la exposición crediticia :** Los usuarios deben determinar el riesgo crédito que surge de las actividades con derivados basándose en medidas frecuentes de la exposición actual y potencial.
- **Agregación de la exposición crediticia :** Los usuarios deben crear funciones de vigilancia para el riesgo crédito con autoridad clara, independientemente de la función de intermediario.
- **Experiencia profesional :** Los usuarios deben autorizar sólo a profesionales con la habilidad y experiencia requeridas para operar. Estos profesionales incluyen a operadores, supervisores y a los responsables del procesamiento y control de las actividades.

Ahora restar evacuar todo lo demostrado hasta el momento, al tenor de las hipótesis detalladas en la investigación, concatenadas con la praxis, que se podrá validar una vez se determine el cuestionario de la encuesta, se analicen los Estados Financieros de las empresas escritadas y se aplique el software pertinente. Esa es la temática del próximo capítulo.

Determinantes del valor de la empresa

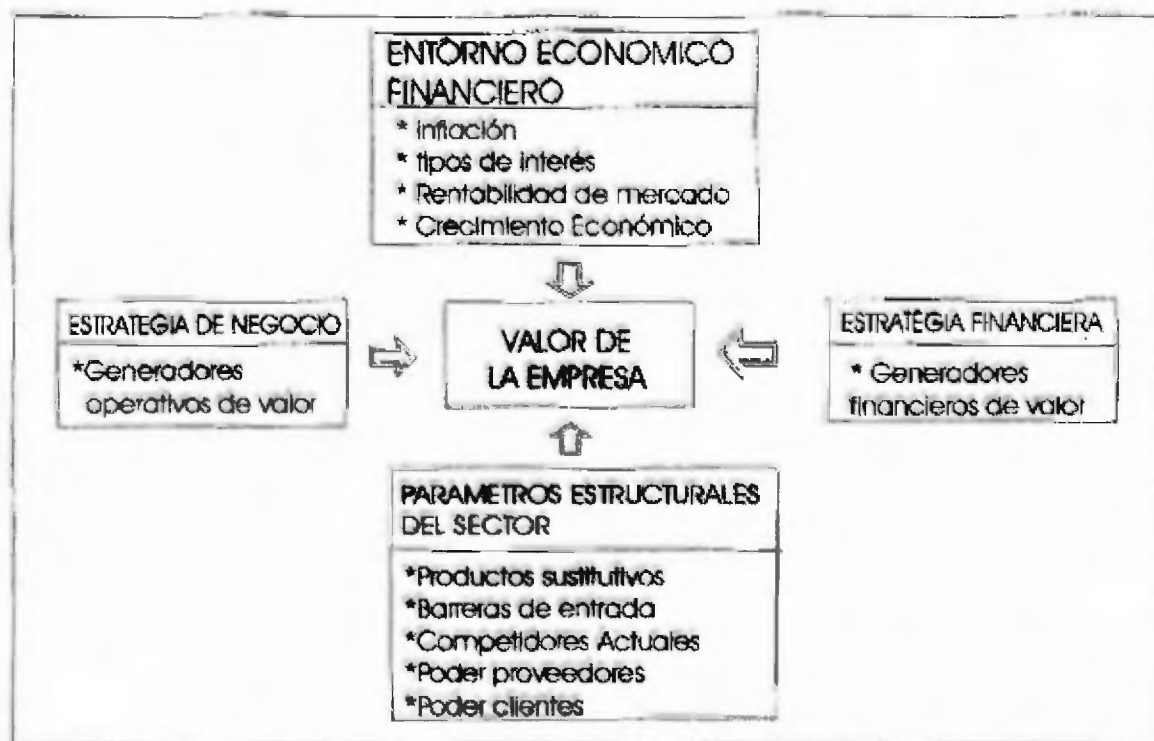


FIGURA Nº25

SEXTO CAPÍTULO
METODOLOGÍA DE APLICACIÓN

La columna vertebral del presente trabajo de investigación, estriba que el objetivo del accionar empresarial es el acrecentamiento del valor del accionista, que se puede desdibujar en todo el andamiaje teórico-práctico que se ha delimitado en los cinco capítulos precedentes, para poder corroborar lo siguiente:

- El uso de derivados financieros enmarcados en una sana Administración de Riesgos, es un impulsor de valor.
- Las Empresas que conforman el Índice de la Bolsa de Valores de Panamá, su creación de valor se debe a una efectiva Administración de los Riesgos Financieros.

Para complementar el trabajo investigativo, se ha elaborado un cuestionario, que investigue las variables que se esperan validar, a través de una encuesta a las empresas que son parte del índice de la bolsa. Esto va complementado con el estudio financiero de sus Estados Financieros para determinar cuáles tienen actividades financieras fuera de balance(off-the-balance) y de tenerlas pasarlo por el tamiz del software adquiridos para tal fin.

La encuesta se distribuyó a las catorce empresas que son parte integrante de la Bolsa de Valores de Panamá, en cuanto a su índice bursátil. De ese total sólo cumplieron los cuestionarios once (11). En el anexo No.1 se podrá estudiar el alcance de las preguntas presentadas.

En la primera parte del sondeo el 91% de los que respondieron eran varones, el 45% están en una edad comprendida entre 30-40 años. Además que el 73%

desempeñaban las funciones de Gerente de Área o Jefe de Departamento. Un aspecto que merece mencionar que la experiencia en las empresas, el 55% tenía entre 0-5 años.

Un 82% de las organizaciones tienen determinada su misión y visión, así como tienen determinada las funciones de un departamento para el manejo de las relaciones con los accionistas. En cuanto a la determinación de los impulsores de valor, dicen que si lo han determinado un 70%.

Todas presentan los Estados Financieros bajo las Normas Internacionales de Contabilidad, ya que así lo exige la Bolsa de Valores.

En la segunda parte donde se presentaron una batería de preguntas que se referían a los aspectos del capital humano, productividad y aspectos financieros, se puede manifestar que, casi cerca del 90% coinciden que se toman medidas conducentes a la buena administración del recurso humano y de igual forma a su productividad. Para la vertiente financiera, la que merecen resaltar son tres.

- “Aquí buscamos los beneficios a corto plazo”, un 55% dice estar de acuerdo y el resto, un 45% manifiesta que no está de acuerdo.
- “La estrategia financiera de la organización es bien conocida por todos”, se repite la constante de la pregunta anterior. Un 55% de acuerdo y un 45% en desacuerdo.
- “La administración de los riesgos financieros es un impulsor de valor”, otra vez se da lo explicitado en líneas anteriores. Si se hace la compulsa con el porcentaje de las empresas que determinaron sus impulsores de valores (70%), un 55% acepta que la administración financiera es un impulsor de valor.

La tercera se trata de jerarquizar concretamente algunos aspectos de índole financiero, para ir llevando al encuestado al terreno que nos ocupa, así como constatar otros temas que haya respondido con antelación. Los resultados escrutados reflejaron la siguiente situación:

Cuadro No. 4

Jerarquías de las respuestas

Preguntas	Jerarquía
Gestionar el flujo de fondos de la empresa y las cuentas bancarias	1
Definir e implantar la estructura de financiación.	2
Obtener los fondos necesarios en condiciones satisfactorias de costo.	3
Mantener un sistema que permita informar a los gestores, al mercado de capitales y a terceros, sobre la marcha de la empresa.	4
Utilizar instrumentos de cobertura para limitar el impacto potencial sobre los resultados del entorno económico.	4
Cumplir con los requerimientos legales	5
Implantar medidas de control interno para proteger el patrimonio de la empresa.	6

Se ve en el cuadro anterior que la utilización de coberturas está en la cuarta categoría de jerarquía, muy a pesar que han dicho que han determinado sus impulsores de valor y que la gestión financiera es una de estos.

Al situarnos en la cuarta parte de la encuesta en donde se tenía como objetivo, determinar si la población meta de la investigación había identificado su exposición al riesgo, sólo 9 contestaron de los cuales 6 dijeron que sí (67%). Ese porcentaje se mantiene si habían valorado en términos monetarios dicha exposición. Pero la cuota baja al 44%, al momento de preguntarle si utilizaban coberturas para mitigar el impacto de la exposición al riesgo.

En la última parte del sondeo financiero, en donde se iba a calibrar las medidas de control para aquellas empresas que manejasen derivados financieros, la media de las respuestas de un máximo de 5., se situó en una media de 4.54 con una desviación estándar de 0.24, lo que indica que las contestaciones están girando en torno a su promedio. También que en términos generales a las aseveraciones presentadas por el investigador, en cuanto a la norma de control, en la utilización de derivados financieros como elemento de cobertura, están situadas entre sumamente importante e indispensable.

Cuadro No.5

Indicadores Financieros
Empresas que Forman Parte de Índice de la Bolsa
A diciembre de 1999

Empresa	Beta	Precio/Ganancia			Riesgo Sistemático	Ra	Va 1999/98
		1997	1998	1999			
Cervecería Nacional	0.86	14.30	17.03	15.53	.2296	22.00	-10.41
Cervecería Bari	0.20	9.45	28.17	40.18	.0780	12.50	-8.30
Coca Cola	1.98	13.17	31.14	23.11	.3739	38.10	-29.51
Empresa General de Inv.	0.57	15.99	16.99	17.75	.2285	17.82	-3.65
Financiera Automotriz	0.16	71.26	41.18	18.78	.0946	11.99	-5.89
Primer Grupo Nacional	0.93	-	37.71	13.96	.3559	23.39	-8.55
Hipan	0.21	14.46	18.18	16.35	.1070	12.64	-9.43
Asa	0.73	13.82	20.50	16.58	.3563	20.15	-16.19
Banco del Istmo	1.47	19.00	23.35	18.50	.4208	30.76	-11.59
Ids- Holding	-0.06	-7.46	-30.57	-297.44	-.0607	8.76	-4.39
Unesa	0.97	13.83	20.06	31.74	.3317	23.60	-6.09
Aseguradora Mundial	0.20	-	13.69	13.06	.0740	12.51	-1.54
Multi Holding	0.12	-	27.95	17.99	.0249	11.35	-1.74
Corp. Incem	-0.12	-	21.48	10.04	-.4215	7.9	0.27

Nota: las empresas en negrilla son las que manifestaron que utilizaban derivados financieros

En el cuadro no. 5 presenta de forma esquemática todos aquellos indicadores, que fueron detallados en el capítulo No. 5, concerniente a la creación de valor. Para encontrar dicho concepto (fórmula 5.1), se estudiaron la variación del índice de la Bolsa de Valores desde sus albores (1992), así como oscilaciones mensuales de los precios de las acciones que conforman dicho índice. Una vez determinada ambas magnitudes (hasta diciembre 1999), se extrajeron los rendimientos mensuales. Luego se calcularon las Betas de mercado, como la pendiente de la ecuación de regresión de la variación del índice de la bolsa y de las acciones, por compañía.

Existe otra forma de calcular la Beta, que resulta de la covarianza del índice de la bolsa y las acciones entre la varianza del índice. Ya sea por un método por el otro se llega a conclusiones similares, en cuanto al término Beta.

Es aconsejable explicar la mecánica de la forma o manera de llegar a las cifras presentadas en la columna Vc, que no es más que el valor creado y responde a la ecuación (5.1), la cual se transcribe de nuevo para facilitar su comprensión.

$$Vc = Vmf - Vmi + Div - RVmi \text{ en donde:}$$

Vc = valor creado

Vmf = valor bursátil final

Vmi = valor bursátil o de mercado inicial

Div = dividendos repartidos por acciones

R = rentabilidad mínima exigida por el accionista de acuerdo con (5.9)

A manera de guisa, se explicara la referente a la Empresa General de Inversiones, que la fuente de información son los Perfiles Empresariales publicadas por la Bolsa de Valores de Panamá, para el periodo 1995-99. Para el ejemplo nuestro se tomó el periodo 1998/1999.

En caso de la Empresa general de Inversiones, el último precio de la acción para 1999 era B/.20.00 y B/. 20.50 para el año 1998. De igual forma se asume que el dividendo repartido por acción de B/. 0.50, fue al final del año 1999. Entonces se procede así:

$$V_c = 20.00 - 20.50 + 0.50 - 0.1782 * 20.50 = \text{B/. } -3.65 \text{ por acción}$$

Lo anterior requiere una explicación analítica, en la medida que según los cálculos efectuados en el cuadro No.5 , sólo la empresa Corporación Incem creó, en cambio las 13 restantes no. En lo atinente a la Empresa General de Inversiones, como se entiende la ecuación anterior y su resultado? En primera instancia al restar el valor final menos el valor inicial se está buscando el valor creado por la variación del valor bursátil de la acción, en este caso se destruye valor en B/ -0.50, que es mitigado por el dividendo por igual cantidad. Pero lo interesante está en el tercer término, en donde ni a lo sumo se creo el costo de oportunidad del accionista por tener su dinero invertido (jugado) en dicha empresa, por una alícuota (acción). Aquí es donde entra o aparece la rentabilidad del accionista, que en el cuadro precedente se ha identificado con la nomenclatura R_a , además que responde a la mística de la fórmula (5.9).

En otras palabras, la ecuación $R_a = R_f + B * (R_m - R_f)$, es la concerniente a la rentabilidad con connotaciones lineales que un accionista al menos espera al tener invertido su dinero en dichos activos financieros. En la dicha ecuación es menester encontrar antes los parámetros respectivos: a) R_f , rentabilidad de los activos libres de riesgos, B, beta de mercado, que es el grado reacción entre la rentabilidad del activo y la del mercado, la cual se puede representar como la del índice de la Bolsa de valores.

Para el cálculo de las Betas de mercado del cuadro en estudio, se contó con una serie cronológica de datos mensuales correspondientes al precio de las acciones al cierre de cada mes (desde el momento que comenzaron a formar parte del índice) y del respectivo índice. Una vez tabulado dichos datos, luego se procede a calcular la rentabilidad mensual, que se encuentra así: $(\text{Dato posterior} / \text{dato anterior}) - 1$, hasta diciembre del año 1999. Posteriormente se encuentra, con el auxilio de un programa de excel, los datos correspondientes a la pendiente de la curva línea de ajuste. Esa pendiente no es más que la Beta de Mercado. Existe otra forma de calcularla, que contando con la misma serie de datos, que resulta de la división de la Covarianza de la rentabilidad del índice con la rentabilidad del valor de la acción en estudio entre la varianza de la rentabilidad del índice.

Contando con la misma serie de datos se puede aprovechar, pero en esta ocasión calculando el coeficiente de correlación, que el ámbito financiero, indica que del riesgo total de la empresa, que está compuesto por el no sistemático (explicado por las características intrínsecas de la empresa) y del sistemático (de mercado), está explicitado por el mercado.

Con las Betas de mercado calculadas, según la metodología explicada en líneas precedentes, se procede en consecuencia a calcular R_a (rentabilidad del accionista). Para que esto sea cierto se deben encontrar dos conceptos, que son: a) R_f , rentabilidad de los activos de riesgos y b) R_m rentabilidad de mercado.

La rentabilidad de los activos financieros libre de riesgos se determina generalmente igual a las colocaciones de bonos gubernamentales. El Estado panameño a realizado recientemente dos macrocolocaciones, la primera de Usd. 350.00 millones a una tasa de 10.75%, Meses más tarde coloca Usd. 750.0 millones a una tasa de 9.625%.

En el ámbito interno, de igual forma el Estado Panameño a colocado Letras del Tesoro, que su fecha focal a 180 días. Su última tasa fue 7.12% p.a.

Para efectos del trabajo de investigación se tomó la última tasa de la macrocolocación de los Usd. 750.0 millones, situada en 9.625%, en la medida que se asume que los accionistas son largoplacista.

Al contar con la serie de datos correspondientes a las variaciones del índice de la Bolsa de Valores de Panamá, que implícitamente se está diciendo que la rentabilidad de mercado, está fielmente representada por dicho índice se procede a calcular la media de la serie cronológica que data del 92, hasta diciembre de 1999. El resultado es del orden del 24% anual, es decir, $R_m = 24\%$. Ahora se está en posición de poder calcular R_a .

Para dichos efectos, se tomará de nuevo a la Empresa General de Inversiones, arrojando el siguiente resultado: $R_a = R_f + B * (R_m - R_f)$, sustituyendo con los valores previamente calculados en el cuadro No5 refleja $0.1782 = .09625 + 0.57 (0.24 - .09625)$

La rentabilidad del accionista denota la tasa mínima que el capital accionario espera que al menos se le retribuya por capital riesgo, teniendo en cuenta el mercado de capitales y el riesgo sistemático de la empresa en donde deposita su sacrificio monetario (inversión).

Retomando los datos emanados de la encuesta presentada a las 14 empresas que conforman el índice de la Bolsa, de las cuales solo respondieron 11, luego de un suplicio de casi 4 meses de cabildoo para que fuera cumplimentada. De las 11 empresas que respondieron, 4 manifestaron que utilizaban derivados financieros. Por lo tanto eran, las que se convertían en las empresas objetivos de las hipótesis enunciadas al principio del presente capítulo.

Las empresas en cuestión eran : a) ASSA, b) IDS Holding, c) Empresa General de Inversiones y d) Banco del Istmo. De las premitas, se puede centrar el examen en tres grandes grupos, a saber : a) Seguros (ASSA), b) Mercancia en General y c) Bancos (Empresa General de Inversiones y Empresa General de Inversiones).

1. Seguros

Este sector está compuesto por Aseguradora Mundial y Assa, pero cómo la segunda utiliza derivados financieros, se le dedicará las futuras líneas a ésta. Entrando en materia que nos permite el cuadro no.5

- El precio de mercado de la acción pasa B/.12.00 en (1995) hasta llegar a B/.21.50 (1999), luego de pasar por su cenit en 1998 a B/. 32.20.

- El indicador precio/ganancia es de 9.6 veces en 1995, 20.5 veces en 1998 y 16.58 veces en 1999.
- Cuenta con una beta de mercado equivalente a 0.73, un riesgo sistemático de 35.63% y una rentabilidad mínima exigida por los accionistas de una magnitud del 20.15%.
- Durante el bienio 1998/1999, se destruyó valor en una suma de 16.19 por acción, B/.9.70 por pérdida de valor en el mercado (B/. 32.20 -21.50) y B/.6.49 erosionado por no poderle retribuirle la rentabilidad mínima exigida por el accionista ($R_a * V_{mi}$), igual a B/32.20 (valor de la acción) * 0.2015 (rentabilidad mínima del accionista).
- Si se compara Assa con Aseguradora Mundial, se ve que la primera tiene una Beta 3.65 veces mayor que la segunda, un precio de mercado para el año 1999, 95.4% mayor (B/. 21.5 / B/.11.00), valor en libros 1.76 veces mayor (1999), utilidad neta por acción, para igual año, de 55% mayor.
- La rentabilidad exigida por el accionista en Assa es 61% es mayor que en Aseguradora Mundial, el riesgo sistemático es 35.63% en Assa, en cambio es un 7.4% en Aseguradora Mundial.

Se colige que para efectos de inversión Aseguradora Mundial es más conveniente que invertir en Assa, por todos los puntos esbozados anteriormente. Un aspecto que merece subrayar que haciendo énfasis en riesgo sistemático, el riesgo de mercado de Assa

supera con creces el de Aseguradora Mundial, en vista que esta última su riesgo no sistemático 92.6% se debe a medidas administrativas de carácter interno.

2. Mercadería en General:

En este sector está únicamente la empresa IDS Holding, que analizando sus características financieras se puede manifestar que:

- El indicador precio ganancia oscila en -7.51 veces en 1997, hasta llegar a 297.44 veces en 1999.
- La destrucción de valor correspondiente al intervalo bianual 1998/1999 fue de B/.4.39, de los cuales B/.2.75 por la pérdida en el valor de la acción (B/.18.75 a B/.16.00) y B/. 1.64 por no retribución a la rentabilidad mínima (B/.18.75 * .0876).
- El riesgo de mercado es de 8.76%, lo que dice que la situación caótica de la empresa se debe en gran forma a factores de carácter interno. Se demuestra al ver el perfil empresarial, que para 1995 vende B/. 8.76 millones, teniendo una ganancia neta después de impuesto de B/. 0.6 millones, con una rentabilidad neta/patrimonio de 31.32%. Un año después la rentabilidad neta/patrimonio cae a 11.64% muy a pesar que las ventas se incrementan 7.4%. Para los años subsiguientes la situación se tornó negra, hasta llegar a 1997 a un indicador de rentabilidad neta/patrimonio de -29.63%.
- Meses más tarde tiene un desplome su valor accionario hasta llegar recientemente (2001) a B/. 8.00 la acción.

3. Bancos.

Pertenece a este epígrafe dos colosos del sector bancario, se está hablando de a) Banco General y b) Banco del Istmo. Para efectos de los cálculos de los datos financieros se basó en los datos pertenecientes a su Holding, que en su caso son: a) Grupo General de Inversiones y b) Banco del Istmo. El primero su giro comercial gira alrededor de la banca hipotecaria y comercial, seguros, almacenajes de bienes muebles, distribución de derivados de petróleo etc. en cambio la segunda, su actividad comercial oscila alrededor de la banca comercial, consumo, de inversiones, internacional y de seguros. Constatemos sus datos:

- La beta de mercado del Banco del Istmo es 157% mayor que la del Grupo General de Inversiones, dando cabida a que el mercado incide más en la primera empresa que en la segunda.
- Los accionistas del grupo del Istmo exigen una tasa de corte (R_a) mayor en un 72% que los del Grupo General de Inversiones.
- El riesgo sistemático del Banco del Istmo, es mayor que en el Grupo de General de Inversiones en 19.23%. Visto de otra forma la variación de los precios del Grupo General de Inversiones se debe más a riesgo específico (factores internos), que a los del mercado.
- Durante el bienio 1998/99, en el caso del Banco de Istmo consecuente con sus datos financieros, la destrucción de valor fue mayor que el Grupo General de Inversiones en Bz. 7.94 por acción.

- Lo anterior fue posible, como consecuencia de un descalabro en 1999 del valor de mercado al cierre del periodo de la acción del Banco del Istmo, que decreció 20%, que ponderada por los otros aditivos financieros llega a una destrucción de valor que su rival Grupo General de Inversiones.

El año pasado se vivió una experiencia muy interesante, ya que ambos grupos económicos se enfrentaron al tratar de adquirir mediante una OPA (Oferta Pública de Adquisición), al Primer Grupo Nacional. Este tipo de análisis es el que hay que realizar para tomar una decisión. La situación no se tornó más interesante, ya que el Banco General desistió de sus pretensiones.

En conclusión, si se aplica la metodología explicada hasta el momento durante el bienio 1998/99 las conclusiones arribadas en el cuadro no 5 invalidan las hipótesis planteadas. Si se ejercita con el trienio 1997/1999, la única que empresa que creó valor es Grupo General de Inversiones en una magnitud de B/ 2.67 por acción.

Al querer aplicar la técnica de valor en riesgo se tuvo que desistir, ya que las empresas se mostraron reacias a proporcionar los datos pertinentes para poder extraer dicho valor.

CONCLUSIONES

De manera sucinta trataremos los aspectos más importantes que se han encontrado al momento de ir investigando el tema, Administración de los Riesgos Financieros, como Impulsor de Valor. Las más beligerantes las detallamos a continuación.

- Al estudiar la empresa como un sistema, esa actuar permite descomponer en sus partes más importante de la unidad económica. Entre esas partes que le conforman, está la de la hipótesis económica, en donde se gesta la razón económica de la existencia del sistema empresarial. De igual forma está la forma de gestión, que se ve afectada por la cultura empresarial, que al final de cuentas delinea la actitud del empresario o administrador frente al riesgo.
- La empresa tendrá que recurrir al mercado financiero ya sea como excedentario o deficitario de recursos monetarios. Indiferente que se desempeñe como uno u otro rol, al recurrir al mercado financiero, tendrá que conocer la normativa legal, que le regula, así como el manejo de información sustancial para su toma de decisiones. También lidiará con un mercado desintermediado, en donde su institución bandera es la Bolsa de Valores.
- Al trazar sus objetivos y al ponerlos en ejecución, la empresa ha tomado, toma y tomará riesgos, en un mercado cada vez más volátil. Por otra parte el entorno en donde se desenvuelve se encuentra globalizado, exigiéndole al gestor de la empresa conocimientos más sofisticados, exigiendo una total innovación

financiera. Al hablar de innovación financiera (ingeniería financiera), son las técnicas de armar instrumentos financieros, para hacerle frente a ese entorno volátil.

Esa posición de innovación, que se refleja en la utilización de derivados financieros, como acicate de una competitividad, ya que le permitiría ofrecer mejores condiciones financieras.

- La utilización de derivados financieros como elementos de cobertura, una vez determinado su perfil de riesgos y las pérdidas asociadas, son sumamente apalancados. Al estar apalancados, costos de asumir la posición sumamente económicos, frente a pérdidas asociadas cuantiosas, exige una nueva forma de control, a nivel superior de la gestión de la empresa. De igual forma, un pleno conocimiento de las ventajas y riesgos de la utilización de los derivados financieros como elemento de cobertura.
- Existe en la práctica mecanismos de valorar la creación de valor, para aquellas empresas que cotizan en la bolsa, que precisamente son las que se estudiaron en su composición del Índice de la Bolsa de Valores de Panamá. Pero antes de arribar a ese guarismo denominado “valor creado” es preciso, “ex antes”, otras variables que le son propias, valga decir, la rentabilidad del accionista y la Beta de mercado.

Al cuantificar la rentabilidad de los accionistas y la beta de mercado, se tuvo que recurrir al uso de programas propios de estadística, así como el estudio de series temporales, tanto del índice de la Bolsa y de la variación de los precios de las acciones de las 14 empresas que le conforman.

- Se entregaron la encuesta adecuada para poder extraer la percepción de las empresas en cuanto a las variables que esperaban cuantificar. De las 14 encuestas entregadas solamente se recibieron 11, arrojando un 5% de error. De la tabulación de la encuesta se pudo determinar grosso modo, el 55% de los que respondieron tienen a lo sumo 5 años de experiencia en la empresa, el 70% han determinado sus impulsores de valor, el 82% han determinado su misión y visión, 55% acepta que buscan los objetivos a corto plazo, el 70% precisa que la administración de los riesgos financieros es un impulsor de valor, tienen jerarquizado en el cuarto lugar, como importante la administración de riesgos financieros.

Ahondando, un poco más, en una de las partes de la encuesta, un 67% de 9 que respondieron esta parte han cuantificado su exposición al riesgo, pero sólo el 44% de esa misma cantidad utiliza coberturas.

Al momento de cuantificar las betas de mercado, la rentabilidad de los accionistas, la situación se torna interesante, ya que el riesgo sistemático, determinado por el coeficiente de correlación entre la variación del índice de la bolsa y del precio de la acción respectiva, determina, a grades rasgos que la mayoría de la empresas que son parte de dicho índice su riesgo sistemático es bastante bajo, o que su valor bursátil se debe en gran medida al riesgo no sistemático. Otro aspecto que hay que resaltar que en el bienio 1998/99 ninguna empresa creó valor, de las que utilizan derivados financieros, que al ampliar el horizonte de estudio al trienio 1997/99, sólo la empresa "Empresa General de Inversiones", lo crea en una magnitud de B/2.67 por acción.

RECOMENDACIONES

En este epígrafe presentaremos nuestras humildes recomendaciones que se derivan de las conclusiones presentadas con anterioridad.

- Propiciar el estudio de la empresa de una forma sistemática, tanto a nivel de los futuros egresados, en las investigaciones de grado, así como en el ámbito práctico de la gestión moderna.
- Aunar esfuerzo entre la Comisión Nacional de Valores, la Bolsa de Valores de Panamá y la Dirección del Departamento de Finanzas de propiciar un ambiente de mutuos beneficios. Estos mutuos beneficios pueden provenir de un convenio de cooperación con miras a divulgar las bondades del marco legal, el modus operandi de la Bolsa y el pènsun de académicos de los futuros profesionales de las finanzas corporativa.
- Otra área de acción de la anterior triada de instituciones es la enseñanza/ capacitación o adiestramiento en el manejo de la estadística de riesgos, los instrumentos de la ingeniería financiera y la aplicación de software aplicados al entorno con alta volatilidad.
- Crear un organismo en la Facultad de Administración que trate con las relaciones con las empresas del entorno. Con esto se facilitará la recogida de información para ulteriores estudios.

- Se ha determinado en el presente trabajo de investigación, conclusiones interesante en cuanto al manejo del riesgo financiero, que merece que se divulgue, en lo concerniente al buen uso de la información para la toma de decisiones de inversiones. Tal es el caso que se vivió al momento de la OPA por parte del Banco del Istmo, además la recién colocación por parte del Global Bank de una colocación de cerca de 22.5 millones de bonos corporativos, pero con una calificación de riesgos.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

- ADELL, R. Opciones y Futuros Financieros. Editorial Pirámide, Madrid 1997. 182p.
- ALEGRE, L. Fundamentos de la Economía de la Empresa. Ariel-Economía. Barcelona 1995. 462p.
- AGUIRRE, A. Fundamentos de Economía y Administración de Empresas. Editorial Pirámide Madrid 1995. 542p.
- BAIGROS, A. Valores y Cultura. [http:// geocities.com](http://geocities.com) 1998
- HUENO, E y CRUZ I. Economía de la Empresa. Editorial Pirámide Madrid 1994. 758p.
- CASO (a) Control Interno de los Instrumentos Financieros. Traducido por Samuel Mantilla. Ediciones Ecce Colombia 1998. 140p.
- CASO (b) Control Interno. Estructura Conceptual. 2da. Edición. Ediciones Ecce Colombia 1998. 321p.
- COSTA, I. y FONT M. Nuevos Instrumentos Financieros. Esic Madrid 1992. 570p.
- COOPER R. y SAWAT, A. Estrategia Emocional para Ejecutivos. Ediciones Martínez Roca. España 1997. 440p.
- CUERVO, A. ORTIGUEIRA, M. Lecturas de Introducción a la Economía de la Empresa. Editorial Pirámide Madrid 1979. 938p.
- DE CASTRO, L y MASCAREÑAS, J. Ingeniería Financiera. 2da. Edición. Mc Graw-Hill España 1997. 467p.
- DURAN, J. J. (a) Economía y Dirección Financiera de la Empresa. Editorial Pirámide Madrid 1992. 702p.
- DURÁN, J.J. (b). Mercado de Divisas y Riesgo de Cambio. Editorial Pirámide Madrid 1997. 320p.
- FERNÁNDEZ, P. Valoración de Empresas. Gestión 2000 Barcelona 1999. 557p.
- FERNÁNDEZ, M. Dirección Financiera de la Empresa. Editorial Pirámide Madrid 1992. 561p.

- FLOUZAT, D. *Economía Contemporánea*. Editorial El Ateneo Argentina 1978 325p.
- GRONDONA, M. *Las Condiciones Culturales del Desarrollo Económico*. Ariel-Planeta Argentina 1999 89p.
- JONSON, L y PAZDERKA, B. *Y no es un Juego*. Bolcen Costa Rica 1998 186p.
- JORION, Ph. *Valor en Riesgo*. Noriega Editores México 1999 357p
- LOPEZ, M. *Qué Nuevos Valores deben Poseer las Empresas para Enfrentar Exitosamente desde una Perspectiva de Sistemas?*. <http://chandra.uam.mx> 1998.
- MAZCAREÑA, Juan *Innovación Financiera*. McGraw-Hill Madrid 1999. 270p.
- MONSERRAT, C. *Opciones Financieras*. Editorial Pirámide Madrid 1997 309p.
- PEREZ-CARBALLO, J (a) *Control de la Gestión Empresarial*. Esic Madrid 2000. 323p.
- PEREZ-CARBALLO, J. (b) *Competiendo por Crear Valor*. Esic Madrid 1998 301p.
- PEREZ-CARBALLO, J (c) *Estrategia y Política Financiera*. Esic Madrid 1997. 411p.
- RAPPAPORT, A. *La creación de Valor para el Accionista*. Editorial Deusto Barcelona 1998 268p.
- RODRIGUEZ, J. *Introducción al Análisis de Productos Financieros*. Derivados. Noriega Editores México 1999 302p.
- SUÁREZ, A. *Economía Financiera de la Empresa*. Editorial Pirámide Madrid 1983 310p.

DOCUMENTOS OFICIALES

GACETA OFICIAL No. 23.837 del 10 de julio de 1999.

ANEXOS

ANEXO NO.1

Buenos días (tardes)

Estoy trabajando en un estudio que servirá para elaborar una tesis profesional (maestría), acerca de la "Administración de Riesgos Financieros, Como Impulsores de Valor".

Quisiera pedir su ayuda para que conteste a unas preguntas que no le tomarán mucho tiempo. Sus respuestas serán confidenciales y anónimas.

Las empresas que fueron seleccionadas para el estudio, son las mismas que conforman el índice de la Bolsa de Valores de Panamá.

Las opiniones y/o respuestas de todas las empresas encuestadas serán sumadas y reportadas en la tesis profesional, pero nunca se reportarán datos individuales.

Le solicitamos encarecidamente, que conteste este cuestionario con la mayor sinceridad posible. No hay respuestas correctas ni incorrectas.

Lee detenidamente las instrucciones, ya que existen preguntas en las que sólo podrán responder a una opción; otras son de varias alternativas y también se incluyen preguntas abiertas.

Muchas gracias por su colaboración

ENCUESTA

1. Sexo ☐ Femenino ☐ Masculino
2. Edad ☐ 25-30 años ☐ 30-40 años ☐ 40-50 años
☐ 50 ó más.
3. Nivel Administrativo : ☐ Vice-Presidente
☐ Gerente General
☐ Gerente de Área
☐ Sub-Gerente
☐ Jefe de Departamento
☐ Otro
4. Años de pertenecer a la organización : ☐ 0-5 años ☐ 5-10 años ☐ 10 ó más años.
5. Sector a que pertenece la empresa : ☐ Financiero, Bancario.
☐ Industrial
☐ Agrícola, Minería etc.
☐ Otro
6. ¿La empresa tiene determinada su misión ?
☐ Si ☐ No
7. ¿La organización ha determinado su visión ?
☐ Si ☐ No
8. Se han determinado los impulsores de valor en esta empresa?
☐ Si ☐ No
9. ¿En esta empresa existe un departamento dedicado exclusivamente al manejo de las relaciones con los accionistas?
☐ Si ☐ No.
10. En la actualidad la presentación de los Estados Financieros se hace bajo la Norma Internacional de Contabilidad?
☐ Si ☐ No

II Parte. Lea cada oración e indique su respuesta colocando un gancho (✓) en la columna "De acuerdo o "En desacuerdo".

Por ejemplo:

- Si usted está de acuerdo con la oración, coloque un gancho en el círculo "De acuerdo".

- Si usted no esta de acuerdo con la oración coloque un gancho en el círculo "En desacuerdo".

En algunos casos le será difícil escoger o usted sentirá que la situación no se da en su organización; otros tendrán dificultades con oraciones particulares. Sin embargo, es importante escoger una respuesta en cada oración aunque sienta que está escogiendo una respuesta arbitrariamente ya que las respuestas totales revelan resultados significativos.

PREGUNTAS	DE ACUERDO	EN DESACUERDO
1. Esta organización enfatiza en los estándares de productividad		
2. Esta organización aplica una gestión presupuestaria		
3. Esta organización facilita a sus miembros mejorarse		
4. Aquí buscamos los beneficios a corto plazo		
5. La mayoría de los gerentes en esta organización tienen claro sus objetivos		
6. Nuestra política de reclutamiento es buena		
7. Esta organización maximiza la rentabilidad de los activos		
8. Aquí siempre estamos tratando de hacer las cosas mejores		
9. Adecuamos el hombre con el trabajo preciso para él		
10. Tendemos hacia una plena autofinanciación		
11. Aquí se usa las aptitudes de sus miembros.		
12. esta organización usa readiestramiento, degradación, retiro anticipado y transferencias, como sea apropiado, para ocuparse de los empleados que ya no son útiles o productivos.		
13. Esta organización mantiene un elevado ratio de capital propio/ajeno		
14. Recompensas como incrementos en los salarios y promociones se dan a base de merito.		
15. esta organización tiene un buen esquema de adiestramiento.		

16. En esta organización de forma sistemática se busca la elevación de las acciones en la bolsa.		
17. En esta organización los superiores a menudo conversan con los subalternos sobre la productividad de ellos.		
18. Nuestros recursos humanos están bien utilizados.		
19. La estrategia financiera de la organización es bien conocida por todos.		
20. Lo más importante aquí es la productividad		
21. La alta gerencia ve a su recurso humano como algo de suma importancia.		
22. La creación de valor para el accionista es la medida más adecuada para la actuación		
23. Esta organización es justa con los individuos		
24. Aquí se valora altamente la eficiencia		
25. Hay que vincular la recompensa a la actuación a la creación de valor para el accionista		
26. Hacer las cosas mejor que la última vez es lo que se trata de hacer aquí		
27. Hay grandes oportunidades para avanzar en esta organización		
28. La administración de los riesgos financieros es un impulsor de valor de la empresa		
29. Aquí no hay problema de ausentismo		
30. A la gente se le da autoridad para llevar a cabo su trabajo		

III Parte

Puntúe con un "1" al factor más importante, con un "2" al siguiente, y así sucesivamente.

FUNCIONES	FACTORES
1. Obtener los fondos necesarios en condiciones satisfactorias de costo	
2. Definir e implantar la estructura de financiación	
3. Gestionar el flujo de fondos de la empresa y las cuentas bancarias.	
4. Mantener un sistema que permita informar a los gestores, al mercado de capitales y a terceros para que informen sobre la marcha de la empresa.	
5. Utilizar instrumentos de cobertura para limitar el impacto potencial sobre los resultados del entorno económico.	
6. Implantar medidas de control interno para proteger el patrimonio de la empresa.	
7. Cumplir con los requerimientos legales	

IV PARTE

- ¿Se ha identificado la exposición al riesgo a que se ve expuesta la empresa?
_____ Si _____ No. → **Aquí termina la encuesta.**
- ¿Se ha valorado dicha exposición en términos monetarios, o sea, que se ha evaluado el importe potencial de la pérdida asociada.
_____ Si _____ No.
- Han tomado acciones de cobertura mediante medidas que ejerzan sobre los resultados efectos contrarios a los expuestos en la exposición. En otras palabras utilizan derivados financieros como elementos de cobertura?
_____ Si _____ No.

V PARTE

¿ Al determinar la utilización de derivados financieros como elemento de cobertura y al poner en práctica el control del uso de estos instrumentos financieros, Usted considera que:

	Indispensable (5)	Sumamente Importante (4)	Medianamente Importante (3)	Poco Importante (2)	No se toma en cuenta (1)
1. Consideraciones de políticas sobre el uso de derivados es?					
2. La especificación de los objetivos de administración del riesgo por nivel de actividad					
3. La determinación de los objetivos de la administración de riesgos					
4. La existencia y comunicación de códigos de conducta y de otras políticas en el desarrollo de prácticas de negocios aceptables.					

	Indispensable	Sumamente Importante	Mediamente Importante	Poco Importante	No se toma en cuenta
5. La dirección de los negocios con empleados, contrapartes, acreedores, inversionistas, auditores y reguladores sobre un plano ético alto e insiste que otros lo hagan					
6 Las descripciones formales e informales de trabajo u otros mecanismos de definición de las tareas que comprenden los trabajos particulares.					
7. Análisis del conocimiento y habilidades requeridos para el desempeño adecuadamente los trabajos					
8. La existencia de un Consejo de Directores o comité de auditoría, como ente supervisor					
9. La independencia del comité de supervisión ante la administración					

central.					
10. Conocimientos y pericias de los directores.					
11. Suficiencia y oportunidad con lo que se provee información al consejo o a los miembros del comité, para permitir el monitoreo de los objetivos y estrategias de la administración, la posición financiera y los resultados de operación de la entidad, así como los términos de los contratos significantes.					
12. Supervisión para la determinación de compensaciones a los directores ejecutivos y al jefe de auditoría interna, y designación y terminación de dichos individuos.					
13. Rotación del personal clave en funciones clave en el uso de derivados.					

14. Actitud de la administración frente a las operaciones con derivados.					
15. Actitud de la administración frente al procesamiento de datos y las funciones de contabilidad e interés respecto de la confiabilidad de la presentación de reportes financieros y la salvaguarda de activos.					
16. Frecuencia de la interacción entre la administración principal y la administración operativa.					
17. Lo apropiado de las relaciones de presentación de reportes.					
18. La administración evalúa periódicamente la estructura organizacional a la luz de las condiciones cambiantes.					

19. Existencia de un número suficiente de empleados, particularmente con capacidad de administración y supervisión					
20. Lo apropiado de los estándares y procedimientos relacionados con el control, incluyendo las descripciones del trabajo de los empleados.					
21. Libertad con la cual se comunican los objetivos de la entidad total a los empleados y al consejo de directores					
22. Consistencia de los planes de negocios y de los presupuestos con los objetivos de la entidad total, planes estratégicos y las condiciones actuales					
23. Vínculo de los objetivos a nivel de actividad con los objetivos y planes estratégicos de la entidad total					

24. Participación de todos los niveles de la administración en la definición de los objetivos y extensión en la cual se comprometen con esos objetivos					
25. Lo completo y la relevancia del proceso de análisis del riesgo, incluyendo la estimación de la significancia de los riesgos, la valoración de la probabilidad de su ocurrencia, y la determinación de las acciones requeridas.					
26. La existencia de mecanismos para identificar y reaccionar a los cambios que tienen efecto más dramático y penetrante sobre la entidad.					
27. Existencia de políticas y procedimientos apropiados con relación a cada una de las actividades de la entidad					

28. Las actividades de control que se identificaron están funcionando se aplican de forma correcta.					
29. La obtención de información externa e interna, entrega a la administración de los reportes necesarios sobre el desempeño de la entidad con relación a los objetivos establecidos.					
30. Apoyo administrativo para el desarrollo de los sistemas de información necesarios, demostrado por la asignación de recursos apropiados, tanto humanos como financieros.					
31. La efectividad con la cual se comunican las obligaciones y las responsabilidades de control de los empleados.					

32. Seguimiento oportuno y apropiado por parte de la administración como resultado de las comunicaciones recibidas de clientes, vendedores, reguladores y otras partes externas.					
33. Respuesta frente a las recomendaciones de auditores internos y externos, agentes reguladores como medio para fortalecer los controles internos.					
34. Existencia de mecanismos para capturar las deficiencias identificadas de control interno					

Muchas Gracias por su Cooperación!